牛奶咖啡投资学

@钱真理



雪球 / 岛 ISLAND: 16

版权信息

书名:牛奶咖啡投资学（雪球「岛」系列）

作者:钱真理

中信出版集团制作发行

关于雪球

雪球公司成立于2010年3月，旗下拥有“雪球App”及网站“雪球xueqiu.com”。雪球App是一款解决股票怎么买的手机炒股应用，致力于为投资者提供跨市场、跨品种的数据查询、新闻订阅和互动交流服务，提供证券开户及交易服务。

作者简介

钱真理，雪球超人气用户，公众号“三钱二两”创始人之一。三钱二两是由钱真理、钱学林、钱伟大共同创立的，专注于物联网、新能源与新消费的投资研究。其中，钱真理毕业于斯坦福大学，2014从纽约回国加入某对冲基金公司，任基金经理；钱学林毕业于北京大学，曾向一华裔投资大佬学习，目前在某财富管理公司任首席分析师；钱伟大毕业于香港大学，毕业后加入一家家族基金，负责海外投资研究。



雪球「岛」系列电子书出版序

岛是没有意义的，除非别的岛可以到达它。

信息是没有意义的，除非别的信息可以链接它。

只有当信息与信息链接起来，我们才知道它是真是假，存在着怎样的偏颇与疏漏。

链接信息与信息的最好办法是互动。

雪球是一个投资者的社区，用户在这里分享信息与观点，并且与其他投资者互动。

互动是美好的，它让我们展现自己的智慧，分享别人的智慧。

互动也是惨烈的，它让我们发现别人的愚昧和偏见，也让我们发现自己的愚昧和偏见。前者可能让人不悦，后者可能就让人愤怒和绝望了。

雪球「岛」系列的作者都是雪球资深用户，乐意在雪球分享信息与观点，并且与他人互动。我不知道他们的体验是怎样的。

但我想，他们一定发现自己不是一座孤立的岛。

上雪球，信息不再孤岛，投资不再孤单。

雪球创始人

方三文

前言
为什么需要关注消费品投资?
——“三钱二两想做什么”

之前写过一篇文章，介绍我们自己，关于三钱二两，里面提到我们想分享认知。经过这段时间的思考，我们更加确立了我们想做的事情，就是**专注研究“消费升级”。**

1.为什么是“消费升级”，而不是互联网，或者是房地产呢?

关于互联网和房地产（当下风口），我们是这么看的。

现在的互联网，有一个怪圈：很多互联网公司，拼命烧钱，通过融资活下去，其创始人过着明星般的生活，曝光率极高，被世人所追捧。

我们看来，这些企业大多是投资者的“噩梦”。主要原因是对于创新的热情，投资者往往参与其中并支付了过高的溢价。同时，这些互联网企业自身处于一个瞬息万变甚至过度竞争的环境，这就使得它们需要不断输血，但这个产业的最终的少数赢家，并不能补偿数量众多的失败者。而其实，最终获得好处的只是消费者，并不是这些投资者。

这里我们并不是说新兴事物的创造不能带来超额回报。事实上，许多人通过创新变得极其富有，比如创立Facebook的Mark。但这些收益并没有流向个人投资者，而是流向了创新者与早期的天使投资者，或者中期提供大资金的PE（私募股权投资）。个人投资者想通过二级市场分一杯羹是越来越难了。

关于房地产，现在是全民炒房。民众为了抢房，彻夜排队，甚至连门都挤破。我们认为，房地产是社会财富的一个蓄水池，即在整个社会财富上升的过程中，房地产价格也是上涨的，但目前由于宽松的货币政策引发的这种“抢购”，加上整个中国房地产价格经过过去20年的上涨，已经处于全世界最贵的地方之一（并且租售比已经明显低于美国、香港），其投资“价值”已经远不如从前。

居民抢房的背后是居民杠杆的加大。根据2016年上半年的数据，个人购房余额为16.55万亿元，同比增加30.9%，其增长速度仅次于2009年。

有意思的是，在居民抢房的同时，不仅李嘉诚先后卖出中国房产，中国的几家上市企业也卖出房产实现盈利。**三钱二两认为，好的机会在很多人看不起、看不见的地方，当所有人都在谈论一个东西好的时候，其投资价值就会少很多了。**

2.那为什么我们要专注研究消费升级呢?

我想，有两个很重要的变化值得我们去思考。

（1）信息获取、传递方式的改变

互联网产品改变了人们信息获取、传递的方式。5年前，人们交流主要用短信、邮件、电话，而现在，人们交流主要靠微信、微博和脸书（Facebook）等。

信息获取的变化带来的则是媒体的变化。

媒体的变化：过去，人们通过电视、报纸来获取信息，而如今，自媒体、网红已经成了最有力量的媒体。

这种变化归根结底来自信息获取的变化。过去，人们只能通过官方媒体单一地汲取信息，而内容的创造者也只能依托这些官方平台才能创造内容，得到传播。现在，一个好的内容可以通过人与人之间的连接快速分享传播，这就让好的内容生产者脱离了原先的“媒体”，变成了“自媒体”。

这种“裂变式”的传播，我就以我们“三钱二两”的数据为例。当我们刚刚做这个公众号的时候，我们写了一篇《我承认：我毕业于全中国市值最高的学校》，粉丝仅有数百人的我们，这一篇的阅读量达到了近6万。还有一篇关于健力宝的文章，通过今日头条平台分发，推荐量达到527万，阅读量到了60万。

信息传递的变化带来的是商品渠道的变化。

商品渠道的变化：在中国的移动互联网，微信是一个“中心”。如果你打开你的手机用电量，你会发现，50%以上的电量都被微信用去了。

这样的变化，让微信变成最重要的流量入口。之前，我们也讨论过，微商的崛起就是依附于微信对人们信息传递的改变。至今，微商仍然被很多人质疑，一方面是其宣传、发展模式，另一方面是微信似

乎不想微商破坏其生态。但不可否认的是，很多做微商的公司，实实在在地创造了税收，同时也让一些个体赚到了钱。

同时，网红的力量也让产品的渠道发生了改变。“微博电商网红一周”的销售额为1.2亿元（其中的销售冠军是一位名叫林珊珊_Sunny的1991年女孩），而之前一名叫张大奕的女孩，在2016年6月，直播四小时销售额达到2000万元。

也许你从未听过这些网红的名字，但是他们的声音一直影响着他们的粉丝，同时也影响着商品渠道的变化。

（2）消费升级的渴望

我们提出过一个问题，为什么康师傅的销售一直在下滑？与此同时，我们也看到，农夫山泉的日子过得还不错，这到底是什么原因？

其实康师傅本身的管理要比农夫山泉更厉害。康师傅是军事化管理，有5万大军到处跑，管理和销售很好，这也让康师傅的成本管控做得很好。而农夫山泉并没有如此严苛的管理体系，它只是十分用心地做产品。

康师傅和农夫山泉业绩的差别来自消费升级的趋势。以矿泉水为例，由于康师傅成本管控很好，价格实惠，所以它的塑料瓶已经薄得不能再薄；而农夫山泉给消费者建立的连接就是农夫山泉是中高端，它花了很多心思在产品上，让消费者觉得喝农夫山泉的水是一种很好的体验，而不仅仅是解渴。随着消费者收入的增加，消费者对消费升级的渴望也会逐渐增强，就会更多地选择农夫山泉，而不是康师傅。

消费升级的另一个表现就是越来越多的新品牌出现，并且消费者愿意去尝试这样的新品牌。以零食品类为例，以前大家可能只会消费

几块钱的糖果、饼干，但三只松鼠的出现，让大家的零食里多了坚果。

三只松鼠成立于2012年，是一个全新的品牌，并且它的产品价格是几十元一包，远远高于一般的零食。三只松鼠的销售额在过去这几年以指数级的速度增长，而这一切的背后逻辑就是消费升级。

我们认为，伴随着经济增长，未来中国一定会出现很多消费品牌，而这些品牌也一定符合消费升级的趋势，这也是我们认为的机会所在。

我想，专注消费升级研究也许是一条寂寞的路，但我们以屈夫子的精神自勉：路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。

同时，我们也希望关注我们的你也能参与其中，与我们交流，共同发掘中国未来真正的机会。

第一部分
重新审视饮料消费行业

第1章
消费品投资，投的到底是什么？

接下来，我们会谈到很多消费品公司，但我想，可能很多朋友谈起消费投资，心里并没有一个准确的概念，投资消费到底投的是什么？

我们谈原油的时候，曾提到过2017年的投资主题是什么。我们都很清楚，只要OPEC（石油输出国组织）达成协议并减产了，那么相应的股票就会涨。

但是，消费类的公司并没有如此直观，很多时候你会发现消费类公司不知道什么原因涨，也不知道什么时候涨。到了最后，基本上就看PE（市盈率）。一个消费品公司如果PE跌到10以下了，很多人可能就会觉得便宜了，然后买入的理由也很简单——便宜。

的确，在消费行业，大多数时候这样简单的方法就能让你赚钱，甚至能跑赢大多数基金。

这是为什么呢？

因为消费行业公司的护城河。一个消费类的公司，一旦通过品牌在市场中站住了脚跟，那么这个公司即使在市场饱和的情况下，也能有比较稳定的营业收入，顶多是好的年份毛利高点、净利润高点，差的年份毛利和净利润都低。

所以，饱和的消费品行业，如果需求比较稳定的话，基本上公司的业绩就随着净利润上下波动。差点的年份只能到10倍PE，好的年份

就能到30倍，加上净利润的改善，所以我们经常会看到一些消费品公司，在业绩只是翻倍的情况下，公司的股价涨了10倍甚至更多。

比如，LB公司这些年，收入并没有什么增长，从2009年到现在收入增长连40%都不到，但是LB公司的股价涨了10倍以上。

当然，我们“三钱二两”一向具有刨根究底的精神，投资并不只是基于财务数据，而且要了解背后代表的真正含义。这就回到我们开头所问的问题，消费投资，到底投资的是什么?

1.渗透率和市场空间

那么，何为渗透率?

渗透率是市场学中的一个名词，有多种定义，主要意思是预期市场需求与潜在市场需求的比值，表示的是一种产品与服务在市场中的覆盖程度。

在二十世纪八九十年代，渗透率与渠道通路具有很重要的关系。

一种产品或者服务在现有的渠道之下，可能已经饱和，但是在当时，很多地区的渠道并不成熟，在那些地区不要说铺货，连渠道都没有，所以那些地区就更谈不上渗透率了。

到了今天，在几乎所有地区的渠道都被打通的情况下，基本上渗透率代表的就是一种产品或者服务在未来具有的市场空间。渗透率高，代表该品类的市场饱和度高；渗透率低，代表该品类的市场饱和度低。

所以，看消费品，看的第一要素就是品类的渗透率。

如果我们用数学公式R=P·Q来表达收入的话，那么Q代表的就是渗透率。渗透率低，可能Q不大，未来Q的增长空间大；渗透率高，可能Q已经很大，未来Q的增长空间就不大。

现在我们再看图1-1，在饮料行业，这些年增长最快的是功能型饮料这个品类，因为功能型饮料的渗透率低，仅通过渗透率增长，品类就能获得不错的增长率。相反，我们看碳酸饮料、即饮茶这两个品类，渗透率比功能型饮料高两个台阶，这些年，简单的渗透率下降，就让某些公司的下场够惨。

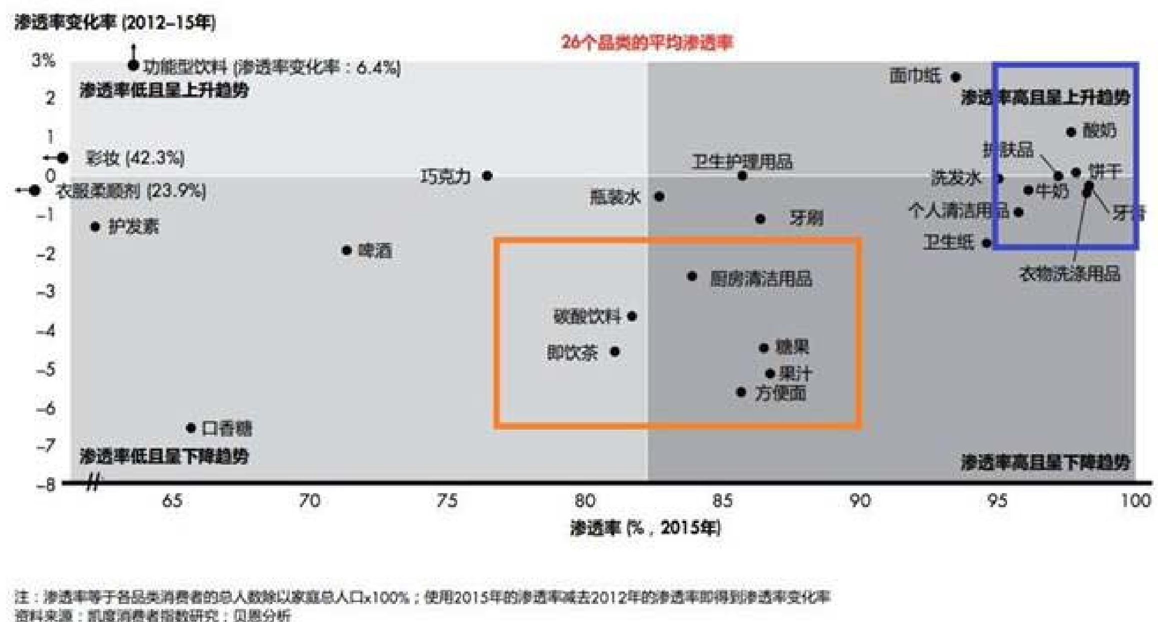


图1-1 大多数品类的渗透率都达到瓶颈，并开始下降

我们知道，渗透率上升是因为在一个地区，原来不是该产品的客户后来转变成了这个产品的客户，或者是一个地区，之前该产品没有在这里覆盖，然后现在覆盖了，一些潜在的客户转变成了客户。

那渗透率下降，代表的是什么呢？代表的是客户流失。

客户流失有两种。

一是客户找到了更好的替代品。比如，之前大家常吃方便面，现在订外卖那么方便，之前吃方便面的客户就转向定外卖了，方便面的一部分市场被外卖替代，方便面的渗透率当然下降了。

二是市场凭空消失了，或者说需求没了，一个典型的案例就是小龙虾。之前可能并没有很多人喜欢吃小龙虾，但是刮起了吃小龙虾的风潮，不过由于健康卫生等问题，一批客户跑了，也不是因为这批客户跑去吃别的替代品了，这个市场凭空就消失了。

所以，看消费品投资，第一要看的是产品或者品类的渗透率（Q），以及这个品类未来被替代的难易程度或者替代别的产品的难易程度，即未来的市场空间。

2.价格和溢价能力

价格就很好理解了，就是公司卖出产品的出厂价。有些产品终端销售价卖得很高，但是可能出厂价不高，所以在看消费类公司的时候，得清楚知道公司的收入是跟终端销售价有关，还是跟出厂价有关。

价格也并不是一成不变的，不同属性的产品的溢价能力不同。

比如，我们看白酒，虽然产品的渗透率可能并没有什么增长（Q没什么增长），但是通过提价（P），公司的营业收入也获得增长。当然，行情好的时候，甚至价格、销量一起增长，这就是大家所说的“量价齐升”。

在经济学中，有一种常识叫“价格上涨，消费者买的量就下降”。

但是，真实世界往往并不是这样的。价格上涨的初期，量的确可能下降，不过不一定是消费者买的量下降，而是因为厂家惜售；到了价格上涨的中间阶段，消费者担心价格进一步上涨，可能就会价格和销量一起放量了；到了价格上涨的最后阶段，才是消费者购买的量下降。

所以，看消费品投资，第二要看的是产品或者服务的价格（P），特别是有没有溢价能力。有溢价能力的公司在渗透率（Q）饱和的情况下，能通过提价来获取收入的增长。

3.复购率和生命力

渗透率和价格考虑的都是当下的情况，渗透率不高，公司可以通过提高渗透率获得数量增长；市场商品价格都上涨的时候，公司可以通过提高价格来获取增长。

但是，以上的逻辑有一个重要的假设是：未来一年甚至两年，消费者还会持续购买这个产品或者服务。

如果这个假设不成立的话，那么很可能公司在提高渗透率、提高价格的过程中，收入获得大幅度增长的过程中，突然就出了一款替代品，这个公司的产品被替代品替代了，那么之前所有的演算就都白费了。

所以，看消费品投资，第三要看的是产品或者服务的复购率和持续性，或者叫生命力。

对短线投资者来说，复购率或者持续性可能并不重要，因为只要公司哪款产品能火，炒一波然后就跑了，也不关心产品后面的复购率

或者生命力。但是，对长线投资者来说，这无疑是最重要的，因为如果一款产品或者服务没有生命力或者持续性的话，那么这款产品或者服务必然会火得快，死得也快。

4.买点

消费品公司的估值有一个规律：公司一直很贵。基本上公司的收入和利润上一个台阶，公司的股价也上一个台阶。所以几乎在任何时候，你看消费品公司都会觉得贵。

不信，你看看海天味业的市值。

当然，也有例外的时候，比如牛奶行业出现三聚氰胺事件、白酒行业出现塑化剂、香肠行业出现瘦肉精事件的时候，当然还有大盘崩盘的时候。

所以，对于这类增长型的消费类公司，提供买点的机会并不多，基本上要么是行业出现问题，要么是大盘崩盘。

当然，世界上并没有那么多增长型的消费公司，更多的是无增长或者缓慢增长的公司。这类公司的提价能力不强，产品的渗透率也基本饱和，所以公司的收入已经达到瓶颈，甚至一些产品线还出现收入和渗透率下滑的现象。

那么这类公司是不是就没有机会呢?

二级市场有一个特点是放大贪婪和恐惧，所以业绩好的时候，可能公司的估值飞上天，但是业绩不好的时候，公司的股价就跌成渣。

对于渗透率饱和收入下滑的消费类公司，这类二级市场的投资需要对公司业务的反转或者停止下滑以及投资者的恐慌情绪有很好的把握，这里就不做深入探讨。（详见《调味品行业总结：怎样的困境才能反转？》一章）

最后，总结起来，消费类投资看什么。第一，看复购率和持续性，或者产品和服务的生命力；第二，看产品和服务的渗透率；第三，看产品和服务的溢价能力；第四，选择好的买点。

第2章
可口可乐与中粮的婚姻终到尽头

不知大家在喝可乐的时候有没有注意可口可乐的代工厂在哪儿?随手拿一瓶可口可乐，大家就可以看到生产商：广东太古可口可乐有限公司。如果你是在福建，你看到的生产商可能是：厦门太古可口可乐有限公司。

除了太古，我们在很多场合也会看到中粮和可口可乐沾上边。比如我们会看到中粮可口可乐华中饮料有限公司、湖南中粮可口可乐饮料有限公司、海南中粮可口可乐饮料有限公司。

事实上，无论是太古也好，中粮也罢，都是可口可乐的瓶装厂。目前，可口可乐瓶装业务的特许经营权由中粮（以下称中国食品）和太古所有。

在2015年，中国食品和太古瓶装业务分别占可口可乐瓶装业务的31%和35%，剩余的34%由可口可乐公司所有。

其实，研究了那么久的饮料，一直有个问题困扰着我，可口可乐在中国销量到底多大?

1．可口可乐在中国销量多大?

一些人表示“红牛在中国的销售额比可口可乐还多违背常识”。

对于这些网友，自己勤奋点，多做做功课，看看你认为的常识是不是常识。如果怀疑红牛的数据，找到奥瑞金公司年报看每年生产多少罐红牛。如果怀疑可口可乐的数据，请继续看下文。

根据2015年可口可乐公司的年报，2015年可口可乐公司年销售总额为442.9亿美元，净利润为73.51亿美元。

2015年整个亚太区销售额占可口可乐总销售额的10.6%，约为46.9亿美元，按2015年1:6.5的汇率，则亚太地区可口可乐的总销售额为305亿人民币。乍一看红牛2015年230亿人民币的销量确实比可口可乐少了75亿。

但是这个305亿的销售是整个亚太地区的销售总额，包含了可口可乐在日本、韩国、泰国、中国等国家的销量。而且，可口可乐旗下品牌众多，除了我们熟知的可口可乐之外，还有零度可乐、健怡可乐、雪碧、芬达等。

此外，可口可乐在中国还有两款非常重要的品牌，美汁源和冰露。

根据公开信息的披露：

“2011年2月，可口可乐公司在武汉宣布，美汁源品牌跃升为可口可乐旗下第14个品牌价值超过10亿美元的饮料品牌，这是可口可乐首个发祥于新兴市场的饮料品牌。”

“2015年，可口可乐公司宣布旗下冰露品牌年销售额突破十亿美元，正式跻身‘十亿美元品牌俱乐部’。”

考虑到这两个品牌的销售数据为市场销售额，按出厂价计算，这两个品牌公司总的出厂价至少也有10亿美元。

因此，我们再考虑可口可乐在亚太其他国家的销量以及在中国还有其他产品销售情况下的销量，可以知道可口可乐的碳酸饮料的销售额是远低于红牛的。

当然，可口可乐在中国的销量到底是多少，可口可乐公司从来没有公布过。如果整个大中华区为可口可乐贡献70%的销售额的话，那么意味着可口可乐在中国所有品牌的销售额约为210亿人民币。

扣除美汁源和冰露至少10亿美元的销售额，可口可乐在中国碳酸饮料按出厂价计算的销售额估计只有150亿左右。

2．可口可乐的“奥瑞金”有没有价值?

前面已经介绍可口可乐在中国有31%的瓶装业务是委托给中粮（中国食品）的。作为可口可乐在中国的“奥瑞金”，中国食品持有中粮可口可乐饮料有限公司65%的股权。

中国食品的饮料业务不只有可口可乐瓶装业务，还包括销售可口可乐旗下的果汁和瓶装水业务。可以说中国食品的饮料业务非常复杂，有些产品中国食品可能是作为渠道经销商，有些产品中国食品是作为可口可乐的瓶装生产商，有些产品可能是可口可乐授权，有些产品可能是中国食品自身品牌。

我们仅能从中国食品的报表中获得一些情报。2015年中粮整个饮料业务的总销售额约为123.3亿港币，约合105亿人民币，税前利润6.95亿港币，约合6亿人民币，税前净利润率仅为5.63%。

有关中国食品的投资价值很多人都有所探讨。很多人认为中国食品的饮料业务有很大的提升空间，5.63%的净利润率作为可口可乐的

瓶装厂确实说不过去，如果未来税前净利润率能提高到10%，那么饮料业务的净利润能达到10亿港币。

不过在你做投资决策前，可以先看看可口可乐的另外一家灌装厂，2015年太古股份的饮料部门在中国区的销售额是76亿港币，净利润3.9亿港币，净利润率也只有5.13%。

也许这时我们可以理解为什么在2011年益海嘉里会退出可口可乐的瓶装业务了。

中粮似乎也意识到了这个问题，在2016年8月23日发布公告，提出公开出售若干在中国从事瓶装业务的公司权益。

公告发布之后，反正不管结果怎样，中国食品的股价是跌了两天，中金公司在2016年8月24日收盘后也给出了中国食品每股6.5港币的目标价，相比于之前的3.05港币的目标价涨了一倍，背后是什么逻辑，已经超出了我们能分析的范畴。

3．百事可乐在中国销量多大?

说了那么多可口可乐，肯定不能落下可口可乐的“好基友”——百事可乐。

根据公司2015年年报披露，公司AMENA业务的总收入达到63.75亿美元，按1:6.5的汇率，约合414亿人民币，比可口可乐的305亿销售额整整多了100多亿。难道百事可乐卖的比可口可乐还多?

414亿的销售额包括百事可乐在亚洲、中东和北非三个地区的销售额，同时销售的产品不仅仅是百事可乐，还包括零食等，国内的桂格麦片、乐事薯片等业务都计算在其中。

至于百事可乐的碳酸饮料在中国卖了多少，我也不知道，不过我们可以看其瓶装厂在中国的销量。

4．谁是百事可乐在中国的“奥瑞金”？

2011年11月4日，康师傅控股发布公告称与百事公司达成战略联盟协议，百事公司在中国非酒精饮料瓶业务的全部权益予康师傅饮品控股。

百事公司委聘康师傅饮品控股担任其特许瓶装商，负责制造、包装、分销和销售等。

2015年康师傅碳酸饮料业务销售总额为13.2亿美元，约为86亿人民币。如果按康师傅饮料业务32%的毛利，则百事可乐在中国的销售额可能为60亿人民币，约为可口可乐的40%。

包括即饮茶及饮用水业务，整个饮料部门的销售额在2015年是52.44亿美元，约合340亿人民币。

虽然康师傅的饮料销量如此巨大，但是整体的毛利率是极其低的。2015年康师傅饮料业务的整体毛利率只有33.2%，EBIT毛利低到只有2.8%，净利润率甚至只有可怜的0.3%。

相比中国食品的税前5.6%的利润率，康师傅的净利润率真是低得可怜。相比中国食品，我觉得未来康师傅的净利润率具有更大的改善空间。

5．各位“奥瑞金”的差距在哪儿？

作为奥瑞金的老板，傍上红牛这个“大款”，生活明显比中粮和康师傅滋润太多。中粮虽然傍上可口可乐这个“大款”，但税前利润只有6亿人民币，还不到收入只有中粮不到七成的奥瑞金的一半。

康师傅就更惨了，显然收了百事可乐的一个烂摊子，虽然百事可乐为其贡献了85亿元的销售额，但康师傅自家屋顶已经漏雨，没有闲情去收拾百事可乐的烂摊子，集团340亿元的销售额，净利润只有可怜的1亿元出头。

背后的原因是什么？同样都是“傍大款”，为什么区别这么大?

这个问题留给各位读者来回答。

第3章
中国旺旺：一叶知秋

我对于很多旺旺的产品至今记忆犹新。无论是那个“再看我，就把你喝掉”的旺仔牛奶，还是那个“黑白配，男生女生配”的黑白配，或者是“大人吃大馒头，小孩吃小馒头”的旺仔小馒头，这些产品都成了80后、90后不可或缺的童年回忆。

中国旺旺从2004年到2013年一直保持高速增长，而其明星产品是旺仔牛奶。旺仔牛奶从2004年一直保持两位数增长，从2004年一年仅卖1.3亿美金到2013年的20亿美金，增长15倍，年复合增长35%，而整个中国旺旺从2004年到2013年，销售额从5.12亿美金增长到了38.17亿美金，增长7倍。

对于旺旺过去10年的成功，我想这是源于旺旺是一家做“产品差异化”的公司，而这种差异化几乎让旺旺“垄断”了其品类，也让旺旺有了比其他台湾企业（比如康师傅、统一）更高的毛利率。

旺旺的股价也从2008年的最低点2元涨到了最高的12港币，涨幅600%。

但这一切在2014年戛然而止。2014年，旺旺集团收入同比下滑1%，净利润下滑10%，2015年，旺旺集团收入同比下滑9%，净利润同比下滑12%，而2016年上半年收入同比下滑13%。

旺旺2014年的业绩下滑主要来自其米果类，而2015年与2016年上半年的下滑主要来自其乳类和休闲类。对于2014年米果类的下滑，管

理层归因为2014年的春节时间短，而对于2015—2016年乳类和休闲类的下滑，管理层这样解释：

“乳品因激烈的竞争及略为单一化的产品结构制约……休闲食品收益主要受累于天气对冰品小类的销售影响。”

如果我们相信管理层说的原因，那么米果类以及休闲类其实都可以复苏，但占旺旺集团收入50%的乳类似乎面临了一个困局。

为什么连旺仔牛奶这么一个差异化的乳类产品的销售额都连续两年下滑？旺仔牛奶还有复苏的可能吗？我想，这主要由于旺仔牛奶自己本身的定位，以及整个乳业的发展。

旺仔牛奶主要针对的是儿童，而喝过旺仔牛奶的小孩都有一个反馈，就是“好喝”，而好喝的背后其实就是白糖以及其他香精添加剂。儿童很容易被旺仔牛奶这样的口味吸引。

而这种本不健康的饮料随着普通大众的选择更多，了解的常识更多，以及各式各样新的乳制产品更多，必将面临挑战。尤其是2014年伊利推出的常温酸奶——安慕希，应该是让旺仔牛奶腹背受敌。据伊利2016年半年报，安慕希同比增长131%，预计2016年全年销售额能到70亿人民币。

在我看来，旺仔牛奶的逐渐衰落其实也证明了中国的乳业市场发展到了一个拐点。这个拐点就是市场已经饱和，消费升级已经开始。这里，最简单的一个数据便是中国最大的生乳供应商——现代牧业的运营数据以及中国进口奶粉的数据。

从2015年开始，现代牧业的收入便开始下滑，而2016年的半年报显示其收入同比下滑8.5%，并且亏损2.5亿元。而与此同时，我们看到中国进口奶粉的金额不断增长，2015年就同比增长了60%。

想到这儿，我觉得旺仔牛奶的销售下滑是不可避免的，而中国本土的乳业受到国外的冲击也越来越大。也许，像旺仔牛奶这样的产品永远都会存在，但其已经过了最辉煌的时候。而对于旺旺这样的企业，未来在哪儿呢？我似乎真的看不到，而旺旺的股价也已经从高位回落了50%。

最后，再说下这位创立旺旺的台湾人，蔡衍明。他其实不仅拥有旺旺这个食品王国，他还是台湾的媒体大王，他拥有《中国时报》《工商时报》、中国电视公司、中天电视等多家媒体的中国时报系，同时还入股香港亚洲电视，并在台湾地区创办了新报纸《旺报》。正是这样的家族事业，让蔡衍明家族能够成为2015年的台湾首富。

第4章
成为历史的中国魔水——健力宝

在中国饮料史上，有一款饮料总是被人们别样地谈起。它的兴衰与中国民营企业的成长史息息相关，这款饮料就是“健力宝”。

1.健力宝的辉煌

1984年，广东三水县三水酒厂厂长李经纬获得一种运动型饮料配方，推出“健力宝”。当时在众多中国饮料企业中，李经纬是第一个提出用易拉罐包装的，并且其引入“健康、活力”的保健意识。而就在1984年，健力宝成为中国奥运代表团的首选饮料，在这一届奥运会，中国实现了“零”的突破。奥运会的成功极大地激发了全民的热情以及民族自豪感，而健力宝就这样走进了中国民众的视野。

从1984年到1989年，健力宝通过“金牌”营销，成功地打造了一个民族品牌，其年销售额也从1984年的345万元增长到了1989年的5亿元，5年时间增长了140多倍。

进入20世纪90年代的健力宝，势头仍然强劲，1990年投入1600万元赞助亚运会，成为民众焦点。

1991年，李经纬策划“拉环有奖”，这一举措直接打开了中国城乡市场。1994年，李经纬甚至还进入美国市场，虽然健力宝在美国从未获得真正的成功。1996年，健力宝的收入已经突破50亿元，当时的健

力宝是中国当之无愧的饮料第一品牌，而就在它最辉煌的时候，危机也随之而来。

2.健力宝的闹剧

健力宝最大的问题来自其归属问题，健力宝到底是谁的?

健力宝是三水县的地方国有企业，虽然健力宝是李经纬一人独立做大的，但在归属权上，健力宝却和他没有任何关系。而在1996年年底，一些华南国企（如TCL、美的）已经开始改制，这也让李经纬看到了曙光。所以李经纬决定先投资10亿元在广州建健力宝大厦，将总部迁出三水县。

1997年，李经纬将公司总部搬到了广州，而这一举措也让李经纬与三水县政府的关系走向了冰点。1997年秋天，李经纬“天真”地向港交所递交了上市申请，而他也想借此机会，完成股权分配。然而，三水县政府却断然拒绝这个方案。

之后，三水县政府对健力宝的限制与掌控越来越多。1999年，李经纬又提出员工股份制改革，并出价4.5亿元买下三水政府的股权，此方案再次被三水县政府拒绝。而从1997年开始，健力宝的销售额已经逐年下降，从最高的54亿元下滑至2001年的31亿元。

而就在2001年7月，三水县政府做出卖掉健力宝的决定，但要求是不能卖给李经纬。

随即，各方资本闻风而动。2001年11月，三水县政府准备以3.8亿元将健力宝100%的股份卖给新加坡第一食品公司。而这一价格，也引起了极大的社会舆论，称之为“贱卖”。同时，李经纬则对外宣布其

MBO（管理层收购）方案，愿以4.5亿元的价格购买健力宝。很快，在社会压力下，新加坡方案流产。

三水县政府为了阻止李经纬的MBO方案，便想让娃哈哈收购健力宝，但李经纬对宗庆后软硬兼施，使其放弃了收购想法。2002年1月，无计可施的三水县政府与李经纬商定，给李一个星期的时间，让他以5.4亿元买走健力宝所有股份。

而就在第六天的时候（2002年1月14日），三水县政府突然宣布，以3.38亿元转让健力宝75%的股份给浙江国投。浙江国投其实是号称“中国最年轻的上市公司董事长”的张海控制的一家投资公司，其本身已经坏账缠身，不可能拿出3.38亿元。

当时年仅28岁的张海与三水县政府达成协议，3.38亿元可以分三次付清，第一次出资1亿元。为了这1亿元，张海找到了裕兴电脑的祝维沙，后者刚刚在香港上市，融到了一笔钱。两者一拍即合，便“欣然”收购了当时年销售额还有30亿元的健力宝的所有股份。

在签字仪式上，李经纬含泪仰天，一言不发，这之后，这位老者再也没有在公开媒体说过一句话。几天后，李经纬突发脑溢血，被送进医院，之后他再也没有离开过病房。

3.最后的宿命

健力宝在张海的操盘下，毫无起色，反而越来越差。2004年8月，张海被免去董事长之位，祝维沙取而代之。2005年2月，张海在广州被逮捕，原因是“非法挪用资金2.38亿”，被判处有期徒刑15年。但在2011年，张海便悄然出狱，逃亡海外。2014年，中国司法部启动司法程序，试图引渡张海，但至今没有消息。

祝维沙在2004年受到调查，在2007年免于起诉。媒体曾报道他从健力宝划出的5100万中国平安法人股，让其获利40亿元。目前，他的裕兴科技仍在香港交易所挂牌交易，市值40亿港币。

李经纬于2013年4月22日去世，享年74岁，在追悼会上，“体操王子”李宁悲痛万分，李经纬长子的悼词里写道：“功过自有公论。”

健力宝最终被台湾的统一集团收购，但我并不能在统一的年报中找到健力宝的相关信息。据媒体报道，健力宝2015年的销售额为15亿元。在健力宝的官网上，我能看到其仍然为三水的纳税大户，2015年纳税过亿元。

而三水，现在已经成为中国饮料的工厂，我们每天喝的很多饮料，都出自三水。

这也许就是健力宝，这个中国魔水的宿命。

第5章
渐行渐远的承德露露

2016年8月10日的饮料大会之后，各饮料公司都相继推出了新品。统一集团推出了一款290 mL的“轻畅酵主”果蔬饮料，终端零售价19.9元/瓶，康师傅则推出了一款450 mL的“香凝荔枝”果汁饮料，终端零售价3元/瓶。

这两款饮料的包装，统一继续小清新风格，康师傅则继续“土”风格。虽然两款饮料风格天差地别，但有一个共同点——“独特性”。康师傅香凝荔枝饮料采用的荔枝虽无人不知，但用荔枝做饮料的至少我还没见过，轻畅酵主的“诺丽果”我就不知道有多少人听过了。

为什么统一要采用那么非主流的路线，推出一款又一款原料都没听过的饮料呢?

因为从中国饮料产业发展过程不难发现：饮料市场强势品牌几乎都是伴随着某一品类的兴起而成长的。

目前存在的饮料品类市场几乎已经达到饱和了，所以如果不切入新的品类，市场很难有新的增长点。

也许是受到统一的启发，承德露露也换包装了，换上了Q萌风格的杏仁露包装。的确，我们看到承德露露的业绩，从2013年达到26亿元的销售额之后，就再也难于突破了，所以换包装至少让我们看到了点变化。

这种变化也许能暂时吸引消费者的注意力，毕竟这年头注意力是最稀缺的。但是消费者会买账吗？能带来新的消费人群吗？能带来业

绩的增长吗?

当然，这个世界上从来不缺乐观的人，比如有分析师发布“新包装产品发布，公司再起航”的报告。但在这个问题上，我是个悲观主义者。

因为在我看来，对于一款已经存在十几二十年的饮料，消费群体对它早已没有了新鲜感，而且给杏仁露这个植物蛋白饮料推向全国的时间窗口期已经过了。

仅仅是换包装，采用之前一样的渠道、一样的产品、一样的营销，我觉得很难获取新的市场份额。能够守住份额，不会被其他的植物蛋白饮料蚕食已经不错了。

纵观中国植物蛋白饮料行业，单品能超过100亿元的只有厦门银鹭和六个核桃，遗憾的是这两个公司都没有上市。关于“为什么六个核桃成功超越承德露露”的分析，这里就不再细述了，网上已经有N多资深人士写过相应的分析了。

细心的投资者可能会发现，六个核桃除了产品细分品类和承德露露不一样，刚开始切入的渠道也不一样，当然营销更不一样。而厦门银鹭刚开始也是做得不温不火，但是重新定位之后怎么就成为百亿超级大单品了?

那是因为厦门银鹭重新定位之后切入了新的渠道，相当于找到了新的消费群体。

回忆过去饮料的发展史，可以认为饮料业是一个“时势造英雄”的行业。品类的兴起成就了品牌，当然品牌的成长也促成了品类规模的扩大。

瓶装饮用水成就了娃哈哈、农夫山泉和怡宝，茶饮料的兴起成就了康师傅饮料，功能饮料的兴起成就了红牛，植物蛋白饮料的兴起成就了六个核桃和厦门银鹭，凉茶饮料的兴起成就了加多宝，乳品饮料的兴起成就了营养快线和中国旺旺。

因此，在过去的历史中，我们发现，品牌只有搭上品类成长的快车，才可能取得高速的成长。品类的冰山融化，品牌将消失。

当然对这些品类来说，也是相互竞争的，因为整个市场就这么大，当市场饱和的时候，不同品类的产品成为相互替代品，份额在这些品类间此消彼长。

所以现在承德露露面对的问题是，如何让全国的小伙伴喜欢喝杏仁露，承德露露给出的答案是换包装。目前，植物蛋白饮料的市场也渐渐饱和，偏坚果类的已经被六个核桃所占领，所以我个人对承德露露并不是抱有那么大期望。

最近，北京某公司又出了款山药饮料，真是什么食材都要被做成饮料的节奏。虽然并不是特别看好，但也算不错的尝试。

听闻蒙牛的高管也出来做核桃乳了。突然发现，苹果、梨、杨梅、香蕉、西瓜、荔枝、核桃、椰子、杏仁……能做成饮料的都已经做成饮料了，而且不止一家公司在做，而是N家。没有了品类、渠道、营销先行优势，不知道这些产品的出路在哪里?

当然，饮料行业将继续进化。未来整个饮料产业发展可能会呈现这样几个趋势。

（1）健康成为大方向——营养强化饮料、果蔬汁饮料、运动饮料、植物蛋白饮料等处于较强势的态势，能够维持品类份额。

（2）品类界限开始模糊——果茶（果汁＋茶饮）、果汽（果汁＋碳酸）、植物乳品（植物＋乳饮）、牵手（蔬菜＋果汁）、酸果（酸奶+果汁），更多这样的品类组合饮料会出现。

（3）功能向复合需求转化——饮料的作用已不限于止渴，开始承担营养、保健功能，乃至满足消费者情感、精神、文化需求等。

第6章 属于康师傅的时代在谢幕

如果我们翻看康师傅过去十多年的饮料收入变化，我们仿佛能看到中国整个饮料市场过去十多年的盛世。这种变化已经让小时候的奢侈品——可口可乐，成了“不健康”的饮料。

图6-1为2002—2015年康师傅饮料的收入。



图6-1 康师傅饮料收入及增速

因为2003年遭遇了非典，导致整个食品行业萎缩，但即使这样，饮料的收入也有6%的增长。如果排除非典因素，从2004年开始计算，康师傅饮料收入为4.79亿美元，2013年的收入为62.6亿美金。10年时间，康师傅饮料的收入翻了13倍，年复合增长33%。这样的增速，也许只有房价能够赶上。

但近两年，康师傅的饮料收入开始下滑，我们之前分析了这种下滑。在我们看来，这其实是一个饮料黄金时代的结束，未来的饮料时代是一个在存量市场中不断升级的市场。

而这里，我想再带你去看看康师傅的光辉岁月与资本市场对它的畅想。

不知你是否记得当康师傅冰红茶推出时的饮料市场。康师傅自1999年上市后，冰红茶系列便称霸了整个茶饮界。

我们在2002年的康师傅的年报中，还能找到当年傲娇的康师傅，直接将其他竞争者的名字写在年报中，赤裸裸地炫耀。

而当时的康师傅就是靠着饮料这个相对高毛利的产品，直接带活了整个集团。

从2004年开始，康师傅集团的收入增速都保持在20%以上，即便是2008年发生了金融危机，而在2008年之后，增速还一度超过30%。

如果我们再回看康师傅自上市以来的股价表现，我们会发现康师傅真正的爆发是在2004年的年末，开启了其十倍股的历程。

从2004年到2012年这8年时间，康师傅集团的市值从12亿美金变为160亿美金，涨了约13倍，其收入从14亿美金变为92亿美金，增长约6.5倍，而其饮料收入从4.79亿美金增长到近50亿美金，增长约10倍。

如果我们去看下其P/S（现值）的变化，也许能够找到一些交易规律。康师傅的P/S最高曾经到过3，在其股价高的时候差不多维持在2倍，而其估值低的时候在1倍左右。这其实和康师傅的竞争对手——统一，是几乎一致的。

也许你会纳闷，好像现在的P/S才0.6倍左右，是不是很便宜呢?

其实你会发现，当一家公司最辉煌的时候过去时，资本的潮水也就退去。

现在，康师傅的股价已经回到了2006年的水平，而这也表示着中国饮料市场的饱和。为什么这么说呢？不光中国整个饮料业的数据表明了，其实在2002年康师傅的年报中也这么说了。

康师傅当初进入饮料市场的时候，中国每年人均消费茶饮品为5.5公升，而日本为36公升，台湾地区为16公升。而中国经过了这十多年的高速发展，康师傅自己的饮料就涨了13倍，早已把这个空缺填上。

当我们再去回顾康师傅曾经的光辉岁月，不禁感叹其实这些牛股都是在时代的大背景下才形成的。那么未来哪儿还有这样的时代大趋势呢？这才是我们需要去寻找的。

注：

（1）巴菲特买入可口可乐的时候，可乐的估值P/S为1.6倍，而可乐最疯狂的时候P/S曾到过8～10倍。为什么康师傅的估值和可乐有如此的差别呢？期待你的想法。

（2）如果你一定要问我现在康师傅还能买吗？我只能说，这是一家其实净利润很低的企业，并且这是一个十分饱和的市场了，向上的空间已经不大了。而其安全边际呢？2015年，康师傅的盈利为2.56亿美金（之前一直在4亿美金左右），对应目前25倍PE（市盈率），其实也不是那么吸引人。

投资回忆篇：看巴菲特买可口可乐

1988年的秋天，巴菲特开始买入可口可乐。一直到1989年的春天，巴菲特已经买下了价值10.7亿美元的可口可乐股票，占可口可乐总股本的7%。

自从巴菲特买了可口可乐股票后，我们总能看到他在镁光灯下喝可口可乐。

现在，我们都知道巴菲特从可口可乐这一家企业就赚了上百亿美金，但如果我们回到1988年，当时的可口可乐是怎么样的，为什么巴菲特要在当时买入呢?

在我分析前，我想提出几个问题，作为读者的你，可以先思考几分钟，并将答案写下来，再阅读后面。

（1）可口可乐公司是做什么的?

（2）做消费品投资，最重要的分析因素有哪些?

1.可口可乐公司是做什么的?

也许你会觉得这个问题很奇怪，可口可乐不就是个卖糖水的公司吗？这有什么好问的？如果你是这么想，我认为你可以再想想，把自

己放到可口可乐公司的角度上想一想，**如果你是可口可乐公司，你到底在做什么？**

其实这个问题，我想提两个关键词**“条件反射”**和**“浓缩液”**。

条件反射这个词是芒格将心理学名词运用到商业中的。他说：

“本质上，可口可乐的生意就是创造和维持条件反射。‘可口可乐’的商标名和商标形象将扮演刺激因素，让全世界人民一想到喝水，就想到可口可乐。”

而这怎么建立呢，需要一个强大的品牌以及遍布世界的分销网络。

可口可乐做的事情是：

（1）可口可乐公司主要生产并向瓶装厂提供浓缩液，并负责建立条件反射。

（2）在世界各地与当地企业合作建立灌装厂及分销渠道，大部分灌装厂是独立于可口可乐公司的。

这里需要强调的是，可口可乐公司其实是提供浓缩液，并且拥有定价权。同时，灌装厂是委托制造商，而非浓缩液买方。最重要的是，可口可乐公司一直用大量的钱来做广告，建立条件反射。

是不是感觉很简单的样子？其实，这种“条件反射”的建立是极其困难的，可口可乐公司做这件事做了一百多年（当然中间经历了无数挫折），巴菲特在1988年是这样评价可口可乐公司的（当时可口可乐公司的市值是100亿美金）：

“如果你给我1000亿美金，让我去夺取可口可乐在市场上的领先地位，我会把钱退还给你，并告诉你这不可能。”

2.巴菲特为何在1988年投资可口可乐？

我们先来看下1984—1988年的可口可乐的数据：从1984年到1988年，可口可乐公司的收入增长了13%，净利润增长了60%（这主要得益于毛利率和净利率的提高），市值增长了1倍。

当巴菲特买入的时候，可口可乐的估值是14～15倍PE，1.7～1.8倍P/S，市值为145亿美金。其实这样的估值并不算烟蒂股，巴菲特看重的是这几个东西——国际化潜力、管理层、市场环境。

（1）国际化潜力。如果光从报表上来看，我们很难看出可口可乐的增长潜力。但巴菲特相信在可口可乐的品牌背书下，可口可乐能够实现国家化。

他在大量购进可口可乐公司股票后但股价还未上涨时，写道：

“当时，我观察到情况显而易见而令人神往，世界上最流行的产品又为自己建立了一座新的里程碑，它在海外的销量以爆炸式的速度迅猛增长。”

有几个数据可以佐证巴菲特的判断，一方面是1984年时，可口可乐海外利润贡献率占总利润的52%，而到了1987年时，公司利润75%来自海外市场。另一方面，在当时环太平洋地区（包括当时经济腾飞的日本）每年人消费量不到25瓶，在非洲则更少，而美国、欧洲的人均年消费量约100瓶，国际市场可乐的利润要比美国国内高得多。

（2）管理层。1985年，可口可乐曾经历过一次“危机”，当时管理层决定将可口可乐的口味改变，而当时在做盲测的时候，更多人是喜欢新口味的。但新口味的可口可乐一上线，销量大减，原因是很多人认为这是对可口可乐品牌的背叛，对美国精神的不认同。在推出新口味三个月后，管理层决定回归原始配方。这次“危机”让管理层回归可口可乐的核心业务，放弃非核心业务，并且开始开拓国外市场。

巴菲特对这种“专一”而有“复制性”的经营策略十分认同，并且管理层也正在回购股票，与巴菲特当时让他投资的《华盛顿邮报》的做法如出一辙。

（3）市场环境。1987年10月，美股经历了崩盘，而可口可乐公司也从高点下跌了30%。当市场恢复平静后，巴菲特便开始买入。

3.巴菲特不是神

巴菲特自1988年买入可口可乐后，就一股未卖，持有到现在。

从巴菲特买入后，10年时间，到1998年的时候，可口可乐就已经超过了1500亿美金的市值，给巴菲特带来超过10倍的收益。

但从1998年到2016年这将近20年时间，可口可乐的表现并不尽如人意，股价曾一度腰斩，而1998年的高点价格是在2012年才再次突破，这意味着从1998年到2016年，巴菲特并没有从可口可乐身上取得超额的回报，获得的就是其公司的分红。

如果我们将这将近30年的收入和利润增速画出来，我们会发现：1988年到1998年期间的增长比1998年到2015年的增长迅速很多。1988年到1998年，10年时间，收入增加了约125%（从80多亿美元到180亿

美元），利润从10亿美元增加到最多的45亿美元，增长350%；而从1998年到2015年，将近20年间，收入增长了150%（从180亿美元到460亿美元），但利润仅增加了100%（从45亿美元到90亿美元）。

在1988年到1998年高速成长的时候，可口可乐的PE在40～50倍，而目前可口可乐的PE为20倍左右。市场在1988—1998年这10年间，前瞻性地涨了未来20年的股价，虽然20年后可口可乐的盈利到了一个新的规模，但股价却鲜有增长。

所以巴菲特也不是神，他不能预测市场对可口可乐PE的变化。

4.可口可乐建立条件反射

最后想写一点可口可乐是怎么建立条件反射的，以及它建立的这种条件反射到了什么程度。

可口可乐在二战时的广告，里面的意思是如果你是飞行员，在中国被抓了，与共产主义朋友喝可口可乐可以建立革命友谊。（原文如下：Have a Coke = Good winds have blown you here…a way to say “We are friends” to the Chinese.）

这样，你就能理解当时盟军司令艾森豪威尔的这段话：

“我希望每个美国军人随时都能喝上一瓶可口可乐，那是一种能让他想起家乡的东西。”

另外，可口可乐很善于用美女来做广告。

对这一举措，芒格解释说：

“男人的大脑渴望那个他们无法拥有的漂亮女人手里拿着的饮料，所以我们要用这些漂亮的形象来刺激消费者的神经系统。因为只要做到这一点，可口可乐就能让消费者联想起那些他们喜欢或者仰慕的东西。”

我想如果你现在能理解可口可乐公司的本质，以及为什么巴菲特会在1988年买入可口可乐，继而就会想到，现在有什么样的产品或公司和1988年的可口可乐类似呢？我们期待你的分享！

注：天图资本冯总关于消费品投资的文章《押对周黑鸭，也交过学费，他说消费品投资到底看什么？》，也许也能启发你去寻找下一个可口可乐。

实业真实篇：进击的饮料巨人

2016年4月买入一家消费品公司和一家石油钻井公司的股票之后，人生就陷入了谜之沉默。持股待涨**（并且已涨，是的，我特意加粗了）**的日子让人有种莫名的空虚。

为了在老板面前显得工作非常努力，是一个有理想有道德有文化有纪律的“四有青年”，我决定研究最近圈内圈外都十分火爆的“消费升级”概念。

做研究，方法论很重要。到底怎样才是研究消费品的最好方式?

问了一圈周围的朋友，发现只有老林在做的事情与饮料有关。

老林家是中药世家，做那一行已经有一百多年。最近他闭关琢磨出了一款茶饮，声称对我这类抽烟人士特别适合，清肺润喉。

但东西都做好了，我还怎么学习经验?

循循善诱的我：你这产品我试了，喝完喉咙的确舒服多了，口感也非常不错。但是呢，有个很大的问题。

入套的老林：大师，愿闻其详。

灵魂导师的我：这种袋装茶，销路太窄，而且消费者还要自己去冲泡，不够方便。你看罐装的加多宝、王老吉，2015年两家加起来少说四五百亿的销售额。你占1%的市场，是多少?

两眼发光的老林：你的意思是做成罐装？但我从来没接触过罐装饮料啊。

古道热肠的我：这样吧，正好呢我也想做饮料行业的研究，所以不如让三钱的团队来协助你，我们为你提供相关的案例分析并给出建议，不要任何回报。只有一个要求：原料采购、产品研发、饮料生产、市场调研、产品定位、营销策略以及渠道开发各个环节，我希望全程参与学习。

老林相当爽快，当场拍板：没问题。

原料、配方和工艺都具备了，接下来需要确定的事情就是如何生产产品。在初期就自建工厂显然不现实，那么找厂商代加工是唯一的选择。但由于我和老林都没有做罐装饮料的经验，对于找哪家厂商做代加工是一头雾水。

后来钱真理和钱学林灵机一动，说不如就找给其他饮料巨头做代加工的厂商，有那些巨头做过筛选，至少安全性和品质是可以保证的。至于是哪些厂商，答案全印在罐子上了。

老林一琢磨，这个方法看似很笨，但实际很有效。顿时我们团队在老林心目中的形象就变成了饮料界的牛顿，因为我们站在了巨人的肩膀上。

为了锻炼业务能力，我自告奋勇去联络厂商。我的第一家是给王老吉做代加工的厂商，由于一直打不通电话，选择直接上门拜访。

在去之前，我已经做好吃闭门羹的心理准备，毕竟他们都是和巨头合作惯了的，和我们不在一个对话平台。

来到前台："你好，我是XXX公司的，想找你们做饮料。"

前台小妹："有预约吗？"

我："没有，你们电话打不通。"

前台小妹：“具体找哪位？”

我：“找你们做饮料的负责人。”

前台小妹：“做饮料的？”

她的反应让我有点慌，难道这一行有什么特殊的黑话？我告诉自己：年轻人，要冷静。

我定了定神：“饮料代加工。”

前台小妹：“饮料代加工？”

大公司果然就是不一样，说中文根本无法交流。

我自信满满：“I mean OEM（定点生产）.”

前台小妹：“OEM？”

我快速做了两个判断：要么是这位前台小妹是靠关系走后门进的公司，所以什么都不懂；要么是我走错公司了。

我环顾四周，确认了这是XX食品有限公司，于是故作镇定道：“这样吧，你把你们老总喊来，他肯定知道我要干什么。”

兴许是被我气定神闲的模样和豪迈的穿着所震慑，她真的乖乖跑去请示了。

于是，我成功地见到了他们的老总……

如我所料，接见我的X总婉转地表达了我们规模太小的意思。我试图请X总给出一些建议，他也只是善意地提醒我，这行水很深，要三思而后行。几句闲聊之后，我落荒而逃。

但此行也并非全无收获。

品尝完产品，X总就提起了加多宝、王老吉。那是我第一次意识到产品定位的重要性。如果将来老林的产品推出之后，消费者会拿去和加多宝、王老吉做比较，那对我们来说，是一件非常危险的事情。**因为我们会被拖入那个看似潜力巨大，实际已经被玩坏了的罐装凉茶市场，尽管我们的产品并不是一款凉茶。**

在我四处奔波寻找代工厂商的期间，每晚还要和老林研发产品。最初的版本来自老林家祖传一百多年的配方，当时吸烟之风已经开始盛行，大户人家接待客人，先敬烟，后敬茶。

随着烟草产品的演变，老林家的前辈们也不断对配方进行改良，但核心诉求一直没有改变：清肺润喉，让烟民少遭一点罪。唯一的遗憾是有相当一部分人，包括我，仍对其纯草本的味道感到不习惯。这让身为第五代传人、立志要将家族产业发扬光大的老林十分忧愁。直到前段时间，他在喝茶时灵光一闪：这么多人爱喝茶，何不用茶叶去中和草本的味道呢?

除去必需的水之外，老林的产品由三大部分组成：草本、茶叶以及蜂蜜。我和老林做的事，就是不断调整这三者的比例，以求达到一个完美的平衡。这让我想起大学时期孜孜不倦地对不同的投资组合做回溯测试，试图找出其中能够带来最佳风险收益比的那一个组合。

在这期间，还抽了两天时间跟着老林去采购原材料，随后对古人所说的“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”有了更深刻的认识。**这个概念放在草本的领域里，被称为“道地”，即产于特定地域，是最佳品质的保证。**

以老林采购的鱼腥草（适用于肺痈吐脓，痰热喘咳）为例，最道地的产自福建省的建瓯。除此之外，不同于主流商户的做法，老林对

鱼腥草是舍其茎，只取其叶，因为这是有效成分最为集中的部位。**但这样做的结果，就是买回来的鱼腥草至少要扔掉三分之二。**

当前，生产规模效应还没有形成，同时原材料的成本也居高不下，所以在老林看来，唯一可行的方法似乎就是提供质优价低的产品。

三钱的成员们坚决反对这个观点。

不顾一切地让利给下游和消费者（如疯狂烧钱的打车App），其实是十分极端的行为，注定了不可持续，甚至从长远看，这样做的人是行业的罪人。质优而价低，一定会导致越来越少的厂商愿意提供优质产品，结果就是全行业都在提供质平价低的产品，在消费升级的大趋势下，最终剥夺的是愿意支付更高价格来获取更好产品的消费者的权利。

所以我问老林，我们明知消费升级是大趋势，为什么还要逆势而为？

当然，质优价高并不代表用超高的价格去赚取暴利。价格仍应在一个合理的范围内，但要足以让我们能够适当地去分配上中下游以及消费者的利益，从而让各方之间达到良性的平衡，进而能够健康持续地发展。

最后，分享一位朋友曾经说过的一句话：沿着可持续的、正确的人生道路行走，最终我们人生的“超额收益”会远远高于那些错误的、不可持续的方式。

现阶段，研发已接近收尾，不久将有第一批产品出来。正在洽谈的这家厂商详情还不方便透露，比较有意思的是第一罐加多宝就是在他们厂里诞生的。

不少人认为拥有“伟大的想法”就能够成功，但我们深知，“人”才是重要的。

第7章
农夫山泉吹响消费升级的号角

我们来看农夫山泉推出的一款高端水产品（其包装设计费时三年）。

当我看完农夫山泉做的这些宣传的时候，仿佛感觉是苹果公司在做“水”产品。我很少看到中国的企业如此用心地去做自己的广告和产品，也让我对农夫山泉这家企业充满了好奇与敬意。

农夫山泉的创始人钟睒睒是个极其低调的人，网上几乎很难找到他的资料。能查到的资料是他之前在《浙江日报》做了5年记者，之后1991年在海南做了娃哈哈的总代理，1993年开始创业，做了养生堂，不知你用过哪些？1996年，钟睒睒创立了农夫山泉。

农夫山泉那些看似毫无联系的产品线，构建了钟睒睒的商业版图。

在我眼里，钟睒睒之所以能够成功地创造出如此多的品牌，最核心的原因是他对产品的深刻思考，而这种思考最后会带来产品的不断升级。这种思考是全方面的，包括产品的本身、产品的营销、产品的渠道，以及这一切怎么完成品牌的塑造，建立消费者的反射弧。

以农夫山泉矿泉水为例。1997年，当农夫山泉推出的时候，就以“农夫山泉，有点甜”这句广告词，深入人心。而农夫山泉在2000年宣布停产纯净水，专注做矿泉水，随后便开始宣传矿泉水对人体的益处要优于纯净水。而这一做法，就引起了当时水业巨头乐百氏、达能、娃哈哈等的不满，集体声讨农夫山泉。但市场选择了农夫山泉，

从2002年到2006年，“农夫山泉”牌瓶装饮用水连续5年列同类产品市场销量第一位。之后，农夫山泉又和康师傅以及怡宝产生了许多纠纷，而截至2015年，据第三方的数据，农夫山泉的市场占有率和怡宝几乎并列第一。

农夫山泉用20年的时间做到了瓶装水这个品类的第一，那钟睒睒对未来怎么看呢？其实我们看看农夫山泉在做什么，我们就能知道。

从产品来看，农夫山泉近期推出的都是“高端产品”，其中包括高端矿泉水（包括婴儿水、学生水以及玻璃瓶装的长白山矿泉水）、NFC果汁（17.5度）以及高端茶饮（茶π）。我想这些都说明了钟睒睒对产品升级的认同，对消费升级的认同。

从渠道来看，农夫山泉开始铺设自己的自动贩卖机。据媒体报道，截至2015年8月底，农夫山泉所属自动贩卖机规模突破5000台，钟睒睒的目标是截至2016年年底，共计投放30 000台。这些都是钟睒睒眼里的“升级”。在一次演讲中，当谈到中国现在传统企业的未来的时候，他这么说道：

“传统企业需要的是升级，再升级。我们现在说的升级，前面还有两个字，是转型。但我认为转不了型。中国13亿人口，8亿是农民，文化水平都在中学小学，转到哪里去？只能转到沟里去。”

在钟睒睒的身上，我看到了或许有点理想主义的“匠人精神”，在我们这个浮躁的时代显得尤为珍贵。我想，也许你认为农夫山泉现在做的30元或者40元一瓶的高端矿泉水有点不切实际，而这种产品的匠人精神我认为值得学习。最终，农夫山泉所引导的“升级”，会实实在在地影响我们的生活，而这种升级其实是每一个消费者做出的选择。

第8章
一瓶醋饮料要卖5元，养猪卖饮料比互联网靠谱

解密栏目曾对“第五道菜——天地壹号”进行了解密。

看完，你一定好奇：“醋是酸性的，怎么成碱性食品了，这不是犯科学错误吗？”

原来，食品的酸碱性与其本身pH值无关，主要是食品经过消化、吸收、代谢后，最后在人体内变成酸性或碱性的物质来界定。

所以醋是酸性的，但进入人体的醋与乳酸、柠檬酸、焦性葡萄糖酸反应，分解出二氧化碳和水，最终降低血液中的碳酸成分，使体液呈弱碱性。

因此，醋是碱性食品，挺有道理无法反驳。

如果你生活在广东，那对“天地壹号”应该并不陌生。在广东的公交上，特别是农庄，“第五道菜——天地壹号”的广告几乎是铺天盖地。

1.“天地壹号”的由来，有一个传说

1997年，一位领导来湛江，就餐时让服务员拿来雪碧和陈醋，然后勾兑起来喝。

陈生当时在做龙虎豹酒业，一天晚上接到时任湛江开发区管委会副主任打来的电话，他开口就说："陈生，真为你担心啊！现在人家不喝酒了，都喝'领导壹号'了。"

半小时以后，广东电视台党秀丽从成都打来电话说，成都电视台请她们喝了一种很好的饮料，是用雪碧兑陈醋。

同一天不到一个小时接到两个同样的电话，强烈的好奇心让陈生决定尝试一下。他当时正在调顺岛吃饭，便试探说要喝"领导壹号"。

服务员并没感到惊讶，她拿来雪碧和陈醋。于是陈生自己试着勾兑喝了起来，没想到喝了第一口就有那种"天上掉下林妹妹"的感觉，真是太好喝了。他当场决定要做"天地壹号"。

不得不佩服陈生的商业嗅觉，因为朋友的两个电话，陈生就从中嗅得商机，转做"天地壹号"。

2."天地壹号"是如何起步的?

当时，苹果醋一瓶的加工费是4毛钱，建工厂做也得3毛钱，虽然差了1毛的成本，数量大了金额也很惊人。

但刚开始时，陈生根本没有能力投资数千万元设立厂房，于是就先采用贴牌的方式，直接交给江门啤酒厂做OEM，积累一定资金后才开始从买成品酒转变成来料加工，这才开始租用厂房和设施，再之后才有自己的厂房，打造自己的品牌。

很多公司在起步的时候不缺资金，但最终都无法避免破产关门的结局，包括现在的很多互联网创业公司，背后的原因令人深思。

3.“天地壹号”的厂区竟然是分开的

陈生介绍，他做企业一直是比较稳健的，在规模没有上来的时候，一直由江门啤酒厂做代工工厂。

直到2003年，天地壹号的盈利已经不错了，就买了30亩地，开始建立自己的工厂。

投产不到4年就满负荷，于是2007年又去买另外一块地，2010年新厂投产。

2013年后又满负荷了，于是又在另外一个地方买了400亩地。一块地不够就再买一块地的想法，导致天地壹号现在位于广东江门的厂区都是分开的。

陈生总结，他这种保守的思想，虽然会给高速发展期的公司的营运造成一定的被动，但是，应对变化他宁愿用这种稳健来夯实天地壹号的核心竞争力，不断构建坚不可摧的特色产业链。

4.“天地壹号”盈利能力有多逆天?

2015年，“天地壹号”的总营收突破15.7亿人民币，而毛利率高达62.95%，净利润率更不可思议地达到28%。如果没有概念，对比一下其他饮料就懂了。

最牛×的碳酸饮料公司可口可乐的毛利率也不过60.50%，而净利润率不到20%，美股历史十大牛股MNST的净利润率也只是刚刚过了

20%的线，而国内的饮料巨头王老吉的毛利率只有44.41%，统一更是低到只有36.80%。

“天地壹号”在一个细分的饮料领域做到超过60%的毛利率和25%的净利润率确实非常了不起。当然，目前“天地壹号”的市场主要在广东地区。

5.新三板的“天地壹号”便宜吗?

“天地壹号”已经在新三板上市，证券代码：832898。

很多人都觉得现金流如此好的公司在新三板上市，而且市值只有80亿人民币，也太低估了，他们老板陈生也这么认为。

因此，很多朋友认为未来“天地壹号”转A股市场是迟早的事，至于怎么从中分一杯羹，那我就不清楚了。

小插曲：猪肉王子和他的“壹号土猪”

说起“天地壹号”，可能很多人并不知道陈生。但如果说到红极一时的“北大屠夫”，估计能隐约想起西安的北大文科状元陆步轩。

陆步轩后来正是在陈生的邀请下，到广州帮陈生开办“屠夫学校”。

现在，陈生的“壹号土猪”已经超过30万头，每年的产值也超过10亿人民币。陈生透露，每头土猪他能赚500元，单单“壹号土猪”每年就能为陈生贡献1.5亿元的现金流。

是不是养猪卖饮料比互联网靠谱?

对话栏目在2016年1月对陈生进行了采访，感兴趣的可以去看看。

在一级市场或二级市场，如果你也遇到这样的现金流好的成长型公司，欢迎分享交流。

第9章
功能饮料界的一匹“野马”

最近在思考：**什么决定一款饮料的生命力？**

做手游的朋友一定也很关心这个问题，因为你们也想知道：什么决定一款手游的生命力？这样你们就能开发出生命周期长点的手游。

很多人都说，投资股票就是投资公司，但我觉得还是有所不同。做企业想的更多的是从0到1的问题，即存活问题。当企业做到1的时候上市，投资人需要思考的更多是从1到N的问题，即市场扩张问题。

但这些年情况有所不同，在公司上市的时候已经经历了N轮融资，业务可能早已完成了从1到N的过程。

等二级市场的投资者有机会介入公司的时候，可能是公司的内生增长出现瓶颈的时候，增长可能只是行业增长带来的红利，红利期一过，公司业务可能就要下滑了。

这就不得不让二级市场的长线投资者深入思考一个问题：什么决定产品的生命力。

国内某鸡尾酒饮料公司，公司股价在2015年像坐了火箭一般，但股灾之后几乎就没有一个像样的反弹。在大A股市场庄家横行的时代，都没有一个庄家敢做这个公司的庄。即使有庄家坐庄，我们大A股的散户也不跟这些庄家玩，因为我们的散户知道这玩意儿生命力太差。

作为饮料研究员，那可不只是调研公司、调研厂商、调研上中下游、调研渠道、调研消费者那么简单，终归还是要深入思考饮料生命力的问题，否则都是“后视镜”，调研只不过是为了验证关于饮料生命力的猜想而已。

饮料的生命力很大程度取决于品类的生命力。

这章探讨的是功能饮料这个品类，对标的饮料是达利食品旗下的功能饮料乐虎。

功能饮料这个品类的首款产品并不是红牛，而是英国的Lucozade饮料。该品牌是葛兰素史克旗下的一种饮料，1927年由英国药剂师Mr. Hunter发明并推出，该饮料还有葡萄适Xtra和葡萄适Sport系列产品。

目前Lucozade是英国功能饮料品类中的市场领导者，其市场份额占到60%左右，主要的竞争对手包括红牛（Red Bull）和可口可乐旗下的动乐（Powerade），这两个品牌的市场份额分别占27%和4.5%。

所以，如果将Lucozade功能饮料作为功能饮料品类的鼻祖，那么功能饮料这个品类已经有接近90年的历史。一个品类具有90年的历史，一定有其独特之处和生命力所在。

那么这种独特和生命力到底在哪儿呢?

看室友喝完Monster的感受:

“再也不敢大晚上喝Monster了，喝了整个晚上都睡不着，效果真太好了。”

凭借强劲的效果，Monster硬是从红牛手中抢了超过30%以上的市场份额。

其实，我们细想想，为什么全国那么多人喜欢吃麻辣火锅，最近连我们广东原来不吃辣的同事都爱吃麻辣火锅？为什么川菜、湘菜能走出四川和湖南区域，走向全国呢？

因为刺激，爽！辣椒素刺激细胞，在大脑中形成了类似灼烧的微量刺激的感觉。所以，不管是舌头还是身体的其他器官，只要神经能感觉到的地方就能感受到辣。当我们吃完麻辣火锅之后，就一个字——“爽”。

所以麻辣火锅能走向全国很重要的一个因素是能刺激我们的细胞，最终让我们的大脑建立条件反射，以至于下次看到辣椒，就能想到火锅，就能想到川菜，就会流口水。

功能饮料也是一样的道理，它的强功能性会让你建立条件反射，困了会自然而然想到红牛或者Monster，至于到底是红牛还是Monster，这是企业运作的问题。

相比康师傅、统一的冰糖雪梨、红茶、绿茶，我觉得它们没有建立条件反射弧。这也决定了这两种品类不同的生命力。

如果我们看可口可乐的案例，我们会发现可口可乐公司做了那么多广告，就是想让不同时代的人都建立条件反射弧。

当一种品类让人建立起了一种条件反射之后，这个品类的公司都能受益。但对于公司，应如何保证公司该品类产品的生命力呢？

我们看Monster当年是怎么做的。“怪物”曾经以每月600美元的超低价签下过极限摩托越野界的教父级人物麦克·梅茨格（Mike Metzger），也曾经邀请极限摩托越野界的“迈克尔·乔丹”Ricky

Carmichael担任形象代言人。在这些特殊的领域中，他们拥有很多狂热的粉丝。

一位业内的资深人士认为，“怪物”钟情的“极限运动员”，在各自的领域里都是顶级明星，他们所具备的共同素质就是冒险、前卫和大胆，这与“怪物”希望传递给消费者的情感诉求恰好不谋而合。

可以说，汉森是把极限运动员所具有的热情灌输给了产品，从而使“怪物”也充满了能量。而汉森公司对于极限运动的忠诚，也带来了这类顾客对“怪物”的忠诚。

总结起来就是让人找到“归属感”。虽然人是群居动物，但是有一个个组织的，不然怎么会有不同帮派、门派、党派呢。人类从事的各种工作其实都是分类的工作。

所以让企业的产品在这个品类有生命力的方法就是找到对这个产品崇拜的人，并让他们找到“归属感”，最终让这些人保持对公司产品的忠诚，保证产品拥有生命力。

现在我们回到乐虎。乐虎首先是在功能饮料这个大的品类中，品类的生命力首先就给这个产品提供了护城河，所以与其他饮料相比，乐虎具有品类上的先天优势，但是要从红牛的先行优势中抢市场份额没那么简单。

我们看乐虎2013—2015年的销售业绩。

2013年乐虎销售额为3.94亿元，2014年销售额为7.94亿元，2015年销售额为14.19亿元。2016年销售额预期增长超过50%达到21亿元。

等等，前面不是说一款饮料要有生命力，第一要能与消费者建立条件反射，第二要让粉丝找到归属感吗?

就算乐虎借红牛功能饮料之风让消费者已经建立了条件反射，但是也没看乐虎找啥极限运动，让粉丝找到归属感啊?

在中国饮料界，有句话叫“渠道为王”。达利食品利用它已经建立的渠道，让这些经销商进乐虎饮料的货，推起来当然容易。

而且借助红牛已经建立的品类优势（高价格），乐虎的毛利率超过60%。这个毛利率估计要让统一和康师傅哭晕在厕所。

按照华彬的透露，2015年红牛的销售额是230.7亿元。

东鹏特饮的市场大多数都在广东，目前没有足够的渠道查到东鹏特饮的销售情况。

根据Euromonitor的报告，2015年乐虎的市场份额占6.6%。未来1～2年乐虎仍将保持高速增长，预计未来乐虎的市场份额能达到20%。

当然，对乐虎来说，一个非常利好的条件是功能饮料目前在中国的渗透率不到65%，而且每年渗透率的增长几乎是大多数品类中最高的。

在功能饮料这片宽广的草原中，乐虎这匹野马预计到2018—2019年的总收入能达到50亿人民币，按60%的毛利、20%的净利润率估计，可以做到10亿人民币的净利润。

对于投资者，值得庆幸的是乐虎这匹野马在达利食品这个大树之下；悲哀的是，纵然这匹“野马”能跑到10亿人民币净利润的业绩，但拉500亿人民币市值的庞然大物，就算是野马也很吃力。

第10章
红牛为什么这么牛

如果我问你，全中国销售额最大的饮料单品是什么？

你也许会说可口可乐或者加多宝。但其实，真正的第一是红牛。

根据我们收集的数据，2015年全中国销量第一的单品是红牛，销售额为230.7亿人民币，超过第二名可口可乐的211亿人民币。

那红牛为什么可以在中国成为销量第一的单品呢？让我们娓娓道来。

1.红牛的发展史

红牛是一位名叫许书标的泰国商人在1966年发明的。创立之初，是为了让倒班工人和卡车司机等蓝领，在通宵工作时保持清醒。

对于营销策略，当时的许书标采取了“农村包围城市”的战略，他通过向卡车司机免费派发试饮的方式，先抢占曼谷外围的市场，而并非直接与其他企业在曼谷市场竞争。之后，随着蓝领们的接受，红牛随即大卖到泰国的城市里。

1982年，奥地利人Dietrich Mateschitz出差到亚洲时，意外地发现“红牛”饮料对缓解时差有很好的效果。随后，Mateschitz到泰国找到许书标，希望把“红牛”推向全世界，两人一拍即合。

1984年，许书标与Mateschitz共同创建红牛集团，而Mateschitz改变了红牛的市场定位，将红牛定位为“运动型”高端饮料，而并非是为蓝领服务的低端饮料。1987年，在奥地利推出的“红牛”，最初的场所就选择了奥地利的滑雪运动场。

随后，极具营销头脑的Mateschitz不仅赞助各项运动，其中包括F1等，并开始在校园里进行免费试饮，将红牛的瓶子放在Mini Cooper上面，进行宣传。

随着红牛在国际市场大卖，红牛给许书标与Mateschitz带来了许多财富。许书标一直蝉联泰国首富，直到2012年去世，而Mateschitz以120亿美元的身价，名列福布斯2015年富豪榜的前列。

2.红牛的中国发展史

谈到中国的红牛，就不得不谈到一个人，严彬。严彬出生在中国山东，因家境贫寒，16岁到泰国打工，之后在泰国通过房地产起家，成为泰国的大亨。

1995年12月，严彬从许书标那儿获得了红牛在中国的经营权（外界传期限为20年，即2016年到期）。当时，许书标与Mateschitz创立的红牛还没有真正进入中国，这给了严彬千载难逢的机会。严彬在深圳设厂，让红牛变成了中国人最早接触的机能饮料之一。

严彬的中国红牛沿用了Mateschitz的营销手法，在国内赞助运动队、体育赛事。更有意思的是，虽然严彬的中国红牛与Mateschitz的奥地利红牛是两个公司，但其实Mateschitz的奥地利红牛重金投入的赛事，如F1，也无形之中给中国红牛打了许多广告。

对于中国红牛近年的销量，因为其并没有上市，我们不得而知。但A股的一家上市公司，专门给红牛提供罐子，我们可以从它的身上大概知道红牛的增长（其实这家公司，严彬也有股份）。

红牛对罐子的采购金额从2009年的8.3亿元增长到2015年的47.2亿元，增长了5.6倍，年复合增长33%。这样的增速应该是超过中国房价的增速的，而这家罐子企业的股价从2012年的低点，到2015年牛市最高的时候涨了10倍多，目前仍有6倍的收益。

3.功能性饮料的市场

功能性饮料是近来饮料市场的一个亮点，尤其在中国。在中国，近些年整体饮料市场都增长缓慢，而功能性饮料仍然保持着年复合20%以上的增速。

在美国，一家名叫Monster的饮料公司异军突起，短短十多年的时间，在美国的年销售额就达到近30亿美金，公司估值300亿美金。

在中国，近些年功能性饮料的市场也是异常火爆。2013年达利园推出的乐虎，凭借其强大的渠道，迅速在三四线城市铺开，预计2018年或2019年能做到50亿元的规模。

各厂商纷纷推出功能性饮料，一方面看到了这个快速增长的市场，另一个方面功能性饮料的毛利普遍都比其他饮料高。这个高毛利需要感谢红牛的定价，这让消费者习惯为功能性饮料支付更高的价格。

由于红牛没有上市，其毛利率不得而知。但我们从一位经销商（二批）朋友那儿得知，一箱24瓶的红牛112元进货，114～115元出

货，一箱仅赚2～3元，足见红牛的强势。

而我们从乐虎的母公司达利食品可以看到，乐虎的毛利率高达60%以上，这将康师傅平均45%的毛利率远远甩在后面，基本和可口可乐的毛利率一样。

4.未来的饮料市场

首先，还是想让你去思考一个问题，为什么功能性饮料能够有这样的增长？在《功能饮料界的一匹“野马”》里面，有些我们的思考。

其次，严彬怎么看待未来的饮料市场呢？我们看看他在做什么。

2014年，严彬用1.66亿美元收购了美国最大椰子水销售商Vita Coco 25%的股份，并将这款在美国热卖的椰子水引进到中国。

2015年，引进果倍爽，一款专门给孩子的健康饮料。

2016年，严彬以约1.05亿美元的价格收购了VOSS高端水略高于50%的股份。

当你看完严彬在做的事情，然后再想想农夫山泉做的事情，我想你对未来的饮料市场应该有些感觉了。

最后，说一个红牛的小八卦，奥地利红牛也已经以保健品的形式进入中国市场，并且传言严彬的20年代理权将到期。有可能，中国红牛与奥地利红牛会来一场“王老吉与加多宝之争”，而到时候，红牛就会变得比现在便宜不少。（对于如何区分中国红牛和奥地利红牛，口味上奥地利红牛是碳酸饮料，而中国红牛并没有碳酸。外观上，由于两者都有蓝罐，已经不好区别。）

第11章
和其正：两虎相斗

提起凉茶，估计大多数人只知道王老吉和加多宝。在广东，前几年凉茶市场的竞争可谓是异常火热，霸王、邓老、潘高寿、春和堂、上清饮、廿四味、黄振龙等凉茶品牌层出不穷。

看到大陆凉茶市场如此火爆，商业嗅觉极其灵敏的潮汕人甚至特地在香港注册公司并推出了一款港皇吉的港式凉茶饮料。

你一定好奇为什么那么多公司前赴后继地要做凉茶？我们可以先大致算算账（图11-1）。

加多宝(元)	价格战之前	价格战之后
二片罐罐体成本	0.28	0.28
二片罐盖子成本	0.12	0.12
饮料成本	0.15	0.15
加工费	0.25	0.25
单罐成本	0.8	0.8
24罐纸箱成本	2	2
24罐总成本	21.2	21.2
24罐瓶出厂价	65	44
毛利率	67.38%	51.82%

图11-1 凉茶饮料成本构成

别吃惊，你没看错，你喝的凉茶饮料的成本是1.5毛/罐，单罐总成本是8毛。

在2012年加多宝和王老吉决裂之前，按65元的出厂价计算，加多宝的毛利率高达67%。一年200亿元的销售额，20%的净利润率，一年40亿元的净利润。

可以想象从2008年汶川地震怒捐一个亿到2012年决裂，陈鸿道赚了多少钱。所以2013年雅安地震，加多宝又怒捐一个亿，你一点也不用诧异。当然你会认为这是营销，不过有多少公司赚了那么多钱还通过捐那么多钱做营销?

有关加多宝为什么成功做到200亿元的故事我们就不分析了，这里只提一个重要的细节：

> “陶应泽先生是加多宝的销售总经理。温州过亿是陶先生打下来的，怎么打下来的呢？陶先生跑全国开拓市场去了，一直也卖得不好，但是温州有一点点起色，也不是特别好。陶先生的太太当时是某啤酒公司的主管，每天负责的工作之一就是招聘和管理促销小姐，而当时的促销小姐主要是促销啤酒，而陶先生把当时屡见不鲜的啤酒促销方法拿到饮料促销中来。陶先生曾说道，也许他是全中国第一个在餐饮店里面使用促销小姐销售饮料的，而那时候是1996、1997年。”

总结一句话就是：加多宝的成功与餐饮渠道的拓展具有很大的关系。

现在估计你也能理解为什么广东的饮料公司前赴后继地要做凉茶。只是无论这些公司多么努力，最终霸王凉茶挂了，港皇吉歇菜了，而邓老凉茶和黄振龙凉茶都没有走出广东地区。

王老吉能抢加多宝的份额，我觉得纯属是因为加多宝先前打下的基础。如果加多宝最早没有与王老吉合作，一个做药的公司几乎不可能把一款凉茶饮料的年销售额做到78亿元。

根据白云山公布的2016半年度报表，2016年上半年公司以王老吉为主的大健康业务总营收47亿元，同比增长7.62%，公司毛利率48.86%；2015年大健康业务总营收为78亿元，毛利率44.41%。

从目前来看，加王凉茶之争中，王老吉是占了便宜的，因为通过这场争斗，王老吉的销量渐渐上来了，而加多宝的销量则停滞不前或被逐步蚕食了。

各行业有个有名的段子，叫“第三名魔咒”，即各行业老大与老二PK，受伤的却是老三。

360PK金山，卡巴斯基消失了；可口可乐PK百事可乐，非常可乐消失了；苹果PK三星，诺基亚消失了；冈本PK杜蕾斯，杰士邦消失了。

你一定好奇加王之争，凉茶行业的老三消失了吗?

回答这个问题之前，首先要知道谁是行业内的老三吧?

在食品行业，能做到如此之多的“行业老三”就只有达利食品了。达利旗下凉茶品牌和其正目前是凉茶行业的老三。

但从业绩上看，和其正从2012年到2015年的业绩并未受到加王之争的很大影响，2012年和其正凉茶的销量为20.46亿人民币，2015年销量为25.51亿人民币，年均复合增长7.6%，与目前王老吉的销量增长相当。

这可让众多“第三名魔咒”的信奉者失望了。过去几年，和其正的业绩虽未有很大的突破，但也未见业绩出现暴跌（当然是否为了上市做业绩就不得而知了）。

这里给出两个我认为合理的解释：

1.产品差异化。和其正凉茶主打的是480 mL的PET罐，区别于王老吉和加多宝的310 mL二片罐。众多的饮料公司、制药公司模仿加多宝和王老吉，甚至连罐子、包装、颜色、宣传都一样，也从餐饮渠道做，这不都在帮加、王打广告吗?

2.渠道差异化。和其正主要依托于达利食品的渠道，而其强势渠道主要在商超。加多宝和王老吉的一大重要突破是在餐饮，特别是各大火锅店。如果和其正也同样切入餐饮店与加、王正面竞争并将餐饮作为其主要渠道的话，那么和其正几乎必死无疑。目前，依托于达利食品建立的渠道，通过多产品联动效应，至少和其正能有一定的销量。

我们也曾谈到达利食品的另外一款饮料——乐虎，文中我们也表明了对乐虎功能饮料的看法。

对于达利食品这类公司，很多人都会有一个偏见，认为“老三非死不可”。其实作为行业老三的搜狐并不妨碍其曾经完成一个“全垒打”，一个问题还是需要动态地去看。

何为品牌，用的人多了就是品牌。其实做过企业的都明白，所有人都想做龙头老大，但做到一个行业的老三又谈何容易。

未来如和其正、乐虎这样依托于渠道的产品会怎样，还不好说。因为中国这些年渠道的变化太迅速，抓住这些变化，原先不知名的产

品可能成为品牌，而没有意识到这些变化，原先的龙头同样可能掉队。存量市场的竞争就是如此残酷。

第12章 华润怡宝：增长最快品牌

这些年，在包装水这个品类，出镜率最高的品牌无疑是农夫山泉，一句“农夫山泉有点甜”，再加一句“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”，农夫山泉凭借多年的运作，已经站上了中国包装水行业的头把交椅。

根据尼尔森数据显示，2015年农夫山泉包装水业务的市场占有率超过20%，市场销售额超过130亿人民币。农夫山泉的营销大师钟睒睒能做出这样的成绩其实一点不稀奇。

但是，有点让人意外的是，在四大包装水公司（农夫山泉、华润怡宝、娃哈哈、康师傅）中，这些年增长最快的包装水并不是农夫山泉，而是华润怡宝。

2015年，华润怡宝成功跨入包装水百亿俱乐部。在凯度消费指数发布的《2016年全球品牌足迹报告》中，华润怡宝以1.506亿元的年消费者触及数（CRP）排在中国所有品牌的第42名，同比增长27.0%。相比于娃哈哈的同比下降19.7%、康师傅同比下滑13.6%、农夫山泉的同比增长2.7%，华润怡宝一枝独秀。

2015年上半年，华润怡宝营业额约为人民币52亿元，下半年华润怡宝品牌所属上市公司“华润创业”更为“华润啤酒”，非啤酒领域的零售业务全部剥离，因此怡宝在2015年的全年数据将无财报数字可考。但据华润怡宝市场总监李凯透露，2016年下半年较2015年同期超过30%的增幅，销售额总计已经突破100亿元大关。

很多人的印象中，国企是一个低效率病态的存在，特别是充分竞争的市场中，国企是很难与民企竞争的，而包装水几乎是快消品行业同质化最高、竞争最激烈的行业之一。

这几年饮料行业整体低迷，康师傅、统一、娃哈哈全线下滑，行业的下滑连国际玩家可口可乐都招架不住。但过去几年怡宝的业务每年的增长都超过30%，虽然净利润率低得可怜，但至少响应了毛主席提出的“为人民服务”的口号。

那么，面对农夫山泉一个个经典的广告营销，华润怡宝在这场包装水的竞争中是如何脱颖而出的呢?

1.品牌教育要从娃娃抓起

根据华润怡宝的官网介绍，华润怡宝的前身是在1984年创立的中国龙环饮料有限公司，1990年华润怡宝在国内率先推出“怡宝”牌纯净水。在之后的十多年，怡宝都深耕广东市场，在包装水市场具有“南天王”的称号。

公司直到2007年年初才向全国扩张，扩张的同时，未来宣传公司启动“百所图书馆计划”，通过公益活动提高曝光率。

从华润怡宝的官方微博上看，“百所图书馆计划”还是具有一定影响力的。至少这些小朋友从小就知道了有一款矿泉水叫华润怡宝。当然，华润也可能完全在践行“为人民服务”的方针，如果我认为华润怡宝做这事还是为了广告，那我就有点小心眼了。

2.马拉松最强选手

在视频广告中，虽然我们没看到怡宝像农夫山泉那样“刷脸”，但如果你是个马拉松爱好者，在2015年的马拉松长跑中，一定一次次被怡宝刷存在感。

2015年，37个城市的60场马拉松赛事的全程补给站都是使用怡宝纯净水、魔力功能饮料，怡宝相当于包揽了全国近半的马拉松赛事饮用水赞助。

如此高密度高频率的“刷脸”活动真让农夫山泉汗颜，要知道每场马拉松都是几万人跑的，这广告效果可不会比农夫山泉差多少。

2016年，华润怡宝加码马拉松赞助，赞助的城市、场数都超过2015年。

3.品牌联动

这年头“华润”开头的公司可不只有“华润怡宝”，还有“华润万家”“华润银行”“华润置地”“华润水泥”“华润电力”“华润燃气”“华润三九”“华润啤酒”“华润万东”“华润双鹤”等。

大家看看华润万家前做的是哪个包装水的广告就懂啦。

我们再看看华润怡宝的其他产品，官网上总共只有五款产品，和农夫山泉比起来，可真是凄凄惨惨戚戚。

其中，“加林山”矿泉水生产厂家为珠海市永隆加林山矿泉水限公司，2010年被华润怡宝归入麾下；2011年华润创业与日本麒麟饮料合资成立公司，华润怡宝得到了“午后红茶”“FIRE coffee”等产品的在华销售权；2013年为实现品牌本土化，将“FIRE”调整为“火咖”。

所以基本单款矿泉水就做到100亿元，这样看怡宝还真是非常厉害的。

最后，解释下“华润”二字：华乃中华，润为润之，合在一起为“中华润之”，简称“华润”。

历史故事篇：星巴克的血泪诞生史

只要花几分钟读完下面这个故事，就可以达到学习三天的效果……然后只需要在大家兴高采烈讨论假期趣闻时，默默地说一句：

“我没干什么，就在家里读了几本关于星巴克企业管理的书。**哦对了，你们知道星巴克是怎么诞生的吗？”**

1.从“毕特咖啡与茶”到“星巴克”

星巴克诞生的故事，要从另一家咖啡店讲起……

第二次世界大战之后，阿尔弗雷德·毕特（Alfred Peet，星巴克的精神之父）来到了宇宙的中心，美利坚合众国。

作为一个荷兰咖啡商的儿子，阿尔弗雷德彻底被占领了美国市场的大量低品质咖啡震惊了。

出于人道主义，他决定拯救这帮“化外之民”。

当然不是免费的。

他在加州的伯克利开了一家自己的咖啡店——**毕特咖啡与茶（Peet's Coffee & Tea）。**

阿尔弗雷德利用对咖啡豆独特的重度烘焙，成功地获取了一批对咖啡品质有追求的忠实粉丝。

其中就有来自西雅图的**杰瑞·鲍德温（Jerry Baldwin）**和戈登·鲍克（Gordon Bowker）。

这两个人是狂热的咖啡爱好者。

他们不仅会写信从毕特咖啡与茶订购咖啡，还会专门驱车3个小时去加拿大的温哥华购买咖啡豆。

然后在一个阳光明媚的日子，戈登突然灵光一闪："我们如此喜欢咖啡，为什么不自己开一家咖啡店呢？"

于是，第一家星巴克就这样诞生了。

星巴克这个名字的灵感来源于美国西北部的一个矿工村"Starbo"以及小说《白鲸》里的角色"Starbuck"，标志的灵感来源于希腊神话中的海妖"塞壬"。

好的创业机会，往往就隐藏在你衷心热爱的事物之中。

2.从"咖啡研磨机"到"星巴克"

岁月如梭，光阴似箭，时间就这样悄无声息地来到了1981年。

我们故事的男主角，悲催的作死小能手，霍华德·舒尔茨（Howard Schultz）登场了。

霍华德在纽约一家销售家庭用品的公司任职副总裁，公司销售的产品中包括咖啡研磨机。

这一点非常重要。因为如果他的公司不卖咖啡研磨机，故事到这里就可以结束了。所以说，很多事情是命中注定的。

一个阳光明媚的日子，霍华德注意到一个奇怪的现象：一家西雅图的小小零售商，向公司订购了大批的咖啡研磨机，购买数量甚至超过了百货公司。出于好奇，他当即决定去实地考察一下。

其实我并不明白这有什么值得专门从纽约飞去西雅图考察的，毕竟，这两个城市横跨了整个美国。

这可能正是凡人和成功人士之间的区别吧。

言归正传，那家零售商，正是星巴克。

霍华德被带去了最老的星巴克门店，那个年代店面的画风，会让人不由自主地想起风靡中华大地的药材铺。

星巴克的员工将深度烘焙的苏门答腊咖啡豆研磨成粉末并冲开，然后加入奶和糖，双手奉上给这位从纽约来的客人。

霍华德喝了一口后，按照他自己的说法，咖啡浓烈的香味让他“把脑袋朝后一甩，眼睛睁得大大的”。

这次拜访之后，霍华德的心彻底被星巴克征服了。经过一年的交流，**他做出了第一个“作死”的决定：放弃副总裁的高薪、公司给的房子和车，去给谁也没听说过的星巴克当打工仔。**

用霍华德自己的名言说，就是：**“如果你不去做一条敢打敢斗的夹紧尾巴的狗，去搏一下机会，那么你就会得到最糟糕的下场：平庸。”**

3.从“星巴克”到“天天”

成功打入星巴克内部没多久，霍华德又再次开启了“作死光环”。

有一次公司派他去意大利出差，他就趁空余时间在当地跑了十几家咖啡店。

霍华德认识到，意大利那种提供成品咖啡、场所，并带有强烈社交属性的咖啡吧模式，才是星巴克的未来，必然能火遍全美。而出售优质咖啡豆，让顾客回家自己煮咖啡的零售店模式，注定没什么前途，更别提星巴克对供应链并没有垄断能力。

一回到美国，霍华德就向老板们报告自己的发现。没想到反响平平，因为他们当时正醉心于另一个更伟大的项目：收购“毕特咖啡与茶”。

专业是文学的杰瑞和曾是个作家的戈登，对这两个文艺青年来说，还有什么事情能比收购心目中的咖啡圣地更加重要呢?

他们还认为咖啡吧模式会彻底改变星巴克提供最优质咖啡豆的核心价值，所以内心对这个项目非常抗拒。

尽管郁郁不得志，霍华德依然坚持不懈地向老板们灌输他的理念。**终于，在三年后，公司答应在一家门店内划一个小角落作为咖啡吧试点。**

作为实验的门店，第一天客流量便达到了400人，并在3个月内超过800人。而在那之前，星巴克最好的门店平均客流量只有区区的250人。

耿直的霍华德以为这样便能让老板们改变当初的想法，**于是他做出了第二个“作死”的决定：天天跑去老板的办公室向他们报告**

喜人的销售业绩和顾客反应。

但老板也是人，也是要面子的，越是平庸的老板越是如此。当初拒绝你的提议，现在你天天跑去办公室炫耀自己的项目多牛×，怎么看都是在打老板的脸。老板们一再向霍华德强调：星巴克的核心价值是提供最优质的咖啡豆，而不是咖啡。

这明显就是借口。

心灰意冷的霍华德决心离开星巴克，创立自己的咖啡店品牌“天天”。

“天天”在一年之内就开了三家门店，要知道，星巴克花了16年才开了6家门店。

虽说古语有云，是金子在哪里都会发光，但如果金子不小心掉进了茅坑里，请不要犹豫，马上进行自救并迅速逃离事故现场。

4.从“天天”到“星巴克”

1987年，杰瑞和戈登决定出售星巴克，只保留“毕特咖啡与茶”。除了个人原因之外，还因为星巴克和被收购的“毕特咖啡与茶”之间，相处得并不和谐。

出于对星巴克的了解，霍华德相信其咖啡豆业务能和“天天”形成良性互补，于是“天天”就筹资400万美元收购了星巴克。

霍华德就这样华丽丽地回归星巴克了。不同的是，这一次，他是老板。

两家公司合并之后，只保留了更广为人知的“星巴克”这个名字，并对标志进行了重新设计，又经过两次修改，终于演变成我们今天所见到的模样。

根据星巴克的财务报告，截至2016年3月27日，星巴克拥有23 921家门店，年销售额高达190亿美元，市值超过800亿美元，股价最高时翻了200倍。

再反观“毕特咖啡与茶”，只拥有近200家门店，而且从未走出过美国。

编者语：

1.此文取材于霍华德·舒尔茨的《将心注入》。

2.霍华德为成立“天天”募集资金时，杰瑞投资了15万美元。所以他们之间的分歧，只有很少的私人感情成分在内，更多的是理念不合。从商业的角度看，必然是霍华德更成功，但要认识到每个人的价值观是不一样的。

3.霍华德在第一次被星巴克拒绝时，应当引起警惕，毕竟强扭的瓜不甜，这样不至于后面白白在星巴克耗费了3年光阴。然而，如果没有那3年的时间学习咖啡行业知识，我相信霍华德的“天天”也不会发展得如此顺利。凡事要从不同角度去看。

4.霍华德早期在星巴克的确郁郁不得志，但也正是这段经历让他日后不断强调要注重员工提出的建议。例如，星巴克的明星产品“星冰乐”系列之所以能够推出，正是因为霍华德认真考量了员工提出的建议。

5.星巴克的崛起有其客观因素。在20世纪70年代，美国的消费者开始转而追求高品质的食品，而提供最优质咖啡豆的星巴克出现得恰

逢其时。当前中国的消费需求也在经历类似的转变，我相信这里面有非常大的机会。

6.星巴克出售的是一种咖啡文化，而这种咖啡文化传承自意大利，改良于美国，再销往世界。中国五千年文化，我相信这其中一定有许多优秀的东西，值得我们深度发掘并传播向全世界。

投资回忆篇：为何一家美容店能抵两个乐视?

如果我说，在美国，有一家美容连锁店的市值是两个乐视（目前美容连锁店的市值为200亿美金，折合人民币1400亿元，乐视为700亿元），你会觉得诧异吗?

如果我说，这家美容连锁店，一年可以净赚近30亿人民币，你会相信吗?

如果我说，这家美容连锁店，从2009年到2016年，股价涨幅63倍（同比标普指数，涨幅为3倍），你又会惊讶吗?

这家美容连锁店叫Ulta Salon，是一家成立于1990年的提供美容服务以及化妆品销售的一站式商店。

如果我们翻看Ulta Salon近10年的业绩，我们发现:

在近10年内，其收入从2006年的5.7亿美金增加到2016年的39亿美金，增长6.7倍，年复合增长19%，其净利润从2006年的300万美金增加到2016年的3.22亿美金，增长100倍。

那么在互联网重击实体经济的情况下，Ulta Salon是如何做到逆势增长，并且市值屡创新高呢?

1.增长的秘密

在Ulta Salon 2007年的年报中，Ulta Salon阐述当时其对美国的美容产品的一个行业趋势判断。

站在2007年的时间点，Ulta Salon认为，美国的美容产品“渠道”正在经历一个大的转变。过去，消费者喜欢去百货商店购买化妆品，而未来的年轻人会认为百货商店很可怕，购物压力很大，并且百货商店会阻碍全品牌的购物体验。

Ulta Salon认为，美国未来的消费者会更想去专卖商店，因为专卖商店能够给女性消费者提供各种产品的对比，能够让消费者更好地选择适合自己的产品。

而正是在这样的前瞻下，Ulta Salon开创了具有独特商业模式的专卖商店：一站式的美容美发以及化妆品选购。

在Ulta Salon，消费者不仅可以满足平时美容美发的需求，更可以让消费者在超过来自500个品牌的2000款不同的化妆品中选取商品。有意思的是，Ulta Salon的售货员的业绩考核并不与其销售业绩挂钩，这是为了让售货员能够真正给消费者推荐适合的产品。

在过去的10年中，Ulta Salon良好的增长验证了其在2007年的判断，就算在2008年的经济危机中其业绩仍然保持增长，而其增长的模式也很简单，便是不断开新店。

Ulta Salon的门店数从2006年的近200家增长到2016年的近900家，增长4倍多。门店的增长带来的不仅是收入的增加，同时也是其品牌效应逐渐增强，更好地占领消费者心智，复购率不断上升，同时对供应商的话语权增强。这样有效的扩展，让Ulta Salon跨越盈亏平衡点，逐步盈利，并且净利润率逐步提高。

但也许你会纳闷，为什么Ulta Salon的销售额从2009年到2016年仅增长了4倍，股价却增长了60多倍?

2.市场的秘密

怎样解释Ulta Salon的销售从2009年到2016年仅增长了4倍，股价却增长了60多倍，背后的秘密其实就是市场的非理性。

市场的非理性往往表现在跌的时候跌到你不敢看，涨的时候也涨到你不相信。所以也才有了巴菲特的那句名言：别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪。

而这里，我理解的别人，其实就是市场。

如果我们细心看一下市场对Ulta Salon的估值，在2009年股价最低的时候，Ulta Salon的PS（股价计算法则）是0.3倍，而到了2016年，Ulta Salon的PS是5倍。

这里差的15倍的空间就是市场从恐惧到贪婪的距离，也是从恐惧到贪婪才诞生了Ulta Salon股价涨60多倍的奇迹。

其实，这样的情况也出现在可口可乐身上。在《看巴菲特买可口可乐》中，我们曾总结，1988—1998年，可口可乐的收入增长了一倍，而市值却增长了10倍。

从估值的角度来看，1998年的时候，可口可乐的PS是一倍左右，而到了1998年，可口可乐的PS估值到了5倍。

那这样的对比对我们做消费品投资有什么好的帮助呢？未来又会怎样?

3.未来如何?

对于Ulta Salon，我认为其估值已经到达了顶峰（目前PS是5倍，PE近60倍）。而其实Ulta Salon的估值也反映目前整个市场估值的高企。

Ulta Salon自己增长的步伐也许不会放缓，但市场对它的看法会逐渐变化，说不定几年后，我们会发现，Ulta Salon的估值跌到了只有现在的一半甚至更低。

当你真正深刻理解了市场波动带来的恐惧与贪婪，你才会知道什么时候才是好的买点，你也才会知道机会是等待出来的。

最后，我想再说下Ulta Salon在2007年看到的美容产品的行业趋势，其实另外一家公司也看到了，那就是Sephora（丝芙兰），并且Sephora成立得更早，扩张得更厉害（目前全球超过2000家店）。

Sephora背后的母公司其实就是LVMH（也就是大家熟知的LV的母公司），而正因为Sephora的存在，从另外一个角度也给Ulta Salon带来了一个增长的天花板。

第13章
什么是不可逆的消费升级

钱真理说，我们仍然看好那些真正能给我们生活带来不可逆的**消费升级。**

提到消费升级，很容易联想到我们洗衣服的场景。20世纪90年代洗衣服用肥皂，后来用洗衣粉，再到现在的洗衣液。那未来呢？洗衣片，洗衣凝珠?

在这种升级迭代的过程中，无数的企业诞生，也有无数的企业消亡。如果你有慧眼能比别人更早地预见未来，每一次迭代都是一次重新投资和洗牌的机会。

比如，在前几年从洗衣粉到洗衣液的迭代中，你可能会发现如**“蓝月亮”**这样的投资标的**（如果你是在经营企业，同样你会按这种方向更新你的产品线）。**

在我们过去分析的案例中，有无数成功的消费品公司，他们都能够在消费升级和迭代中，找到新的切入点。

1.消费品（产品）

我们曾经分析了波士顿啤酒公司，创始人Jim Koch看到了啤酒行业**“精酿啤酒”**这个品类的**消费趋势**，于是辞去高薪工作去做大这个品类的市场。

我们也看到了Monster10年增长接近1000倍的传奇，公司管理层看到**“功能饮料”**这个品类在美国的机会，于是公司从**“果汁市场”**转战**“功能饮料”**市场。

段永平的一位朋友在20世纪末看到美国加州湾区的住房需求趋势，投资William Lyon Homes并从中赚取超过30倍的收益。很多投资万科并从中发家的国内投资者，我想当年也是看到国内住房需求市场的爆发。

此外，碳酸饮料品类、运动鞋品类、酱料品类等，这些公司都至少在一个甚至多个消费迭代中，抓到切入点，并在这个品类中获取很大的市场份额。

这些公司都有一些共性，能看到细分品类中的**消费趋势**，并通过**良好的产品品质**在**细分品类**中建立品牌。

在消费升级中，升级的并不只是**消费品本**身，还有消费者获取消费品信息和消费品的渠道。

2.渠道

渠道可以认为是消费品的载体，渠道依附于消费品，没有消费品就没有渠道，没有渠道消费品也无法到达消费者手中。

当然，我们很清楚当前有线下和线上两种渠道。自从互联网诞生以来，消费渠道就一直从线下往线上转移，这是我们这个时代大的趋势，所以诞生像亚马逊、阿里巴巴和京东这样的公司也不足为奇。

其实和消费品一样，渠道也在不断地迭代和升级，这并**不仅限于从线下到线上这种简单的趋势。**

A. 线下的渠道也在不断迭代

我们曾提到美国线下购物场景从Mall向奥特莱斯的升级，所以我们会看到SPG和WPG两种不同形式的股票走势。SPG代表的是奥特莱斯这种工厂店的购物模式，而WPG则是传统的Macy、Jcpenney等的Mall购物模式。

结合大家在国内万达广场的购物和消费体验，我想作为投资者的你，如果你去过香港或美国并深入体会和研究，你也不难像王健林一样能意识到万达广场这种综合消费品的形式才是未来线下的趋势。

在线下渠道迭代的过程中，美国诞生了众多千亿美元级别的公司，如HD、Walgreens Boots Alliance公司、沃尔玛。

与消费品一样，HD在家具品类渠道中建立了品牌、Walgreens Boots Alliance公司在医药渠道中建立了品牌、沃尔玛在零售渠道中建立了品牌。

所以，投资线下渠道时，和投资以产品为主的公司一样，同样需要投资渠道的品牌。这些公司虽然不生产产品，但是它们能通过它们的品牌，吸引客源，这就是它们的价值所在。

B.迭代的不只是线下渠道，还有线上渠道

我们总是认为阿里巴巴是不可撼动的，那只能说我们过去没有看到变化而已。虽然现在阿里巴巴和京东的大多数交易都是在手机端完成的，但它们这类渠道形态可以说都是PC端的产物。

虽然大家都用手机购物，但大多数时间还是停留在微信上。我认为微信引申出来的**微信分销渠道**才真正代表**线上手机渠道**。当然，如果你观察仔细的话，通过线上手机渠道已经诞生了好些新的品牌。

对于渠道，很多人认为线下渠道最终将被线上渠道替代，我不这样认为。打个比方，我觉得线下渠道有点像**端游**，线上PC渠道有点像**页游**，线上手机渠道有点像**手游**。目前线上手机渠道有点像2011年时的手游，处于刚刚兴起阶段。未来相当长的一段时间应该是线下渠道、线上PC渠道和线上手机渠道共存的阶段。

3.消费品（产品）+渠道

三只松鼠创始人章燎原说，**现在给一个亿也烧不出三只松鼠。**三只松鼠品牌在当年线上渠道从淘宝往天猫转移趋势中，由于走在前端，能够利用较低的费用推广产品，并迅速建立品牌。

但在**渠道相对稳定，产品品类已经成熟**的条件下，就是烧再多钱也很难成就一个新的品牌（即使恒大3年烧40亿元也难以成就许家印的恒大冰泉品牌）。

所以，要成就一个新的品牌，最好是能切入一个新的消费品类（至少要有独一性），要么就是有渠道优势。**当然，很多公司两者都具备。**

星巴克的霍华德很早就认识到，意大利那种提供成品咖啡、场所，并带有强烈社交属性的咖啡吧模式，才是星巴克要走的模式，因为强烈社交属性的咖啡吧模式才能真正掌握渠道，同时控制好产品。

“北大卖肉佬”陈生从细分的土猪市场切入，再通过对土猪养殖、屠夫学校的培训以及销售渠道的控制，最终在短短的几年时间里面，在市场迅速站稳脚跟，成为土猪市场最著名的品牌。

鲁本·马特斯同样通过提高冰激凌的品质以及控制冰激凌的销售渠道，最终建立了一个全球闻名的哈根达斯品牌。

无限极公司第一款产品上市，结果三个月都没有卖出一盒。李惠森开始将公司的销售模式转为直销——产品不在商场、超市等传统的公众销售渠道售卖，而是直接由“业务伙伴”以面对面的方式售卖。自研产品+直销的模式让无限极坐上中国直销的头把交椅。

此外，像Chipotle、苹果公司、特斯拉等一系列公司都完整控制产品和销售渠道。通过产品和渠道建立的品牌越深入人心，公司产品的溢价能力就越强。

4.营销

在过去几十年中，媒体介质经历了数轮变革，从报纸到广播，到电视，到互联网，到现在的手机，但依存于媒体介质的营销没有变。

无论产品、渠道如何升级，都离不开营销，因为人们需要通过媒体介质获得信息。在众多营销公司中，最成功的当属Facebook了。

说了那么多，那投资**“消费品”**到底投什么？

投消费品，投渠道，投消费品+渠道，投营销；投消费品的细分品类，投渠道的细分品类，投营销的细分品类；投消费品的品牌，投渠道的品牌，投营销的品牌。

当然非得深究的话，最终投的是消费者的品味、消费习惯。

而投**“消费升级”**，就是投消费品的升级，投渠道的升级，投消费品+渠道的升级，投营销的升级；投消费品新的细分品类，投渠道

新的细分品类，投营销新的细分品类；投新的消费品品牌，投新的渠道品牌，投新的营销品牌。

当然非得深究的话，最终投的是消费者新的品味、新的消费习惯和新的消费趋势。

第14章
从一部青春偶像剧看到的消费升级

80后、90后的品味已经越来越挑剔。

拿《欢乐颂》来说，安迪最后和谁在一起这样的话题已经不再吸引80后、90后了。

他们关注的焦点已经不仅仅是剧情本身，更多的是深入到剧情中的场景，甚至细化到场景中的物品。比如，很多80后、90后会问安迪在剧中喝的是什么水？味道怎么样？哪里可以买到？

细心的你会发现，现在的电影、电视剧、网络直播、微博、微信公众号，已经成为80后、90后发现产品的新渠道。

大家对各种赤裸裸软广植入的态度已经不是那么反感了，反而变得迫切希望通过这些渠道找到真正好的产品，担心的反而是商家，怕自己软广写得太好而产品达不到挑剔的80后、90后的要求。

我想你们应该也注意到了以上的变化。

当然，更直接的是十几年前可能你做梦都想喝的可乐，估计你现在都不爱喝了；十几年前让你喝都觉得奢侈的百岁山，估计你现在已经习以为常了；十几年前一款宣称怕上火就喝它的饮料，现在已经风靡全国了。

专家说这叫消费升级。

其实消费升级不只是现在才有，只要人类社会在进化，人的消费方式、消费的产品就不断在进化。

可以这么说，消费升级每时每刻都在进行。只是随着人们生活水平的提高，一种更高品质、更好服务的消费达到了社会推广的奇点，最终更多的人参与到这种新的更高品质、更好服务的消费浪潮中。

以阿胶为例，很多女性都可能想通过阿胶来调理身体，但是阿胶味甘苦，让很多女性却步。但东阿阿胶通过添加黑芝麻、核桃仁、桂圆肉、绍酒、冰糖，把阿胶这种滋补品做成固体形态、方便携带和食用的“阿胶糕”这种类似“零食”的产品，让女性以更低的门槛，更好地体验这种产品。

所以，无论是将阿胶做成阿胶糕的东阿阿胶，还是从进口碧根果和夏威夷果入手的三只松鼠，消费产品升级的方向，一定是给消费者提供更优质更健康的产品和更便捷的食用体验，无论是包装、口感、产地，而价格已经不是消费者首要考虑的要素。

当然，消费升级不仅体现在消费品本身，还体现在消费品的分销渠道上。

今天不谈互联网带来的消费方式的升级，只谈线下消费渠道的升级。

SPG是美国最大的房地产信托，持有的大部分地产都是高端的奥特莱斯。只要你在美国的奥特莱斯购物，比如纽约中央山谷的Woodbury Outlets，SPG是你看到的品牌商像Gucci、迪奥、Burberry、范思哲、Prada的房东。

WPG同样是一家房地产信托，但是它持有的房产大部分是大型的Mall。租户都是像Macy、Jcpenney、Sears这样的零售商。

十几年以前，像Macy、Jcpenney、Sears这样的大零售商在美国拼命开店，那时候大多数人买东西都喜欢去大的Mall里面。

但是现在，由于互联网的冲击，这些Mall对于购物人群的吸引力已经明显下降，反而是奥特莱斯这种工厂店形式的购物方式，更受消费者的欢迎。

除了以上消费渠道的升级之外，消费升级还体现在消费品的传播方式上。比如，依云的母公司达能已经是一个巨无霸公司了，在所有业务中，最不起眼的水业务的销量同比增长（5.1%）是最快的，2015年卖水的收入就达到47.68亿欧元（355亿人民币）。

不同于前几年的电视广告，通过我上面这段话，你就知道了依云这个矿泉水品牌，还知道了它的母公司叫达能。这就是消费品传播方式上的消费升级。

在过去两年，特别是2016年，网红的数量犹如雨后春笋。他们蚕食的是互联网弹窗、简单CPM（每千人成本）和CPC（每点击成本）形式的广告市场，是淘宝这种简单粗暴大卖场的市场。这同样是消费品传播方式上的消费升级。

不过，消费升级在美国还有机会吗?

以卖有机食品著称的全食超市（WFM）已经上市二十多年了。

以健康著称的墨西哥卷饼店（CMG）也上市超过10年了。

欢迎分享国内外涉及消费升级的公司和案例。

第15章
为什么卖奢侈品不如卖饮料

复盘Monster Energy公司（MNST）时，无意中发现Kevin Douglas被美国投资者尊称为“最伟大的不被人所知的投资者”。

Kevin为什么让投资者如此跪拜？

2003年12月之前，Kevin Douglas持有Monster Beverage公司10.2%的股份（当时披露持有的唯一一只股票）。

从2003年开始到2006年，MNST的股价翻了100倍。他在2003年年底持有MNST10.2%的股份，到2006年，这10.2%的股份价值超过3亿美元。

当然Kevin Douglas也不是神，他第一次披露13G/A文件是2001年3月23日，当时持有5.4%股份。在股价3年不涨的情况下，他还不断增持。

仅通过这一只股票，Kevin Douglas投资的一百多万美金最终给他带来了接近两亿美金的回报。**（美股投资界还有第二人吗？）**

你说Kevin Douglas是运气，但仅靠运气你能压一只股票超过5年，而且在3年不涨的情况下还增持?

你会说他有内幕消息，2001年Monster饮料还没推出，即使推出了你能肯定会卖得火?

Kevin Douglas在2001年就开始吃进MNST的原因已不得而知，不过我想他能持有超过5年一定对消费品行业和MNST有独特的理解。

今天借Kevin Douglas的故事，谈谈对消费品行业的一些看法。

1.品牌，特别是品牌的溢价能力

对于任何一个消费品公司，想要把公司做大，必须建立自己的品牌。建立品牌，除了容易推广产品外，更重要的是品牌具有的溢价能力。现在的“网红”自身就是一个品牌。

Monster Beverage公司在Monster功能饮料推出来之前，叫Hansen Natural Cop公司。

2002年Monster饮料推出来之后，非常受市场欢迎，为了推广自己的品牌，Hansen Natural Cop就直接把公司名称改为Monster Beverage。

同样，可口可乐已经风靡全球，但可口可乐公司为了维持品牌，每年仍然花费40亿美金打广告。

如果一个公司的产品没有品牌，那么公司产品的价格几乎是随市场波动的。如果你恰好投资了这样的公司，可能会经历怎样的奇幻漂流呢?

ANFI是印度一家生产大米的公司，因为大米价格下降，2015年7—8月，在不到2个月的时间内，ANFI的股价从最高14.56元跌到最低2.51元。如果你恰好在其10元时买了ANFI，不知道你能不能扛过2.51元。

相反，我们看看有品牌的茅台公司。即使发生了“塑化剂”事件，茅台依然是国人心中的国酒。

你可以和卖蔬菜的大妈砍价，你可以因为国航的机票比南航的机票贵而选择南航，但你无法和茅台公司砍价。相反，就算茅台公司的酒涨价，你也得喝，这就是品牌的溢价能力。

当你估算公司未来几年的收入时，在销量预测相对准确的基础上，产品能保持溢价，那会给你惊喜；但产品无法保持溢价，那这个公司会亏得你一生铭记。

现在细想，哪些行业的销售价格是“随波逐流”的？

（1）大宗商品公司。产品的价格直接由市场决定，公司对产品没有溢价能力。

（2）半导体硬件公司。由于反摩尔定律，半导体硬件公司在未来不但不能以同样的价格销售，甚至打折销售也不一定有人要。

（3）航空公司。充分竞争的航空业，航空公司的溢价能力极其弱，公司很容易陷入价格战。

Q：溢价能力差的公司都不能买？

A：如果你能准确地判断大宗商品的价格走势，大宗商品行业会是你的天堂。

2.黏性，特别是产品的重复购买率

一个产品在消费者心中建立了品牌，这就意味着品牌具有一定的黏性，消费者在初次尝试后，未来会大概率重复选择这个品牌。

如果一个品牌的黏性很低，消费者可能在这一个季度选择这个品牌，下个季度还是选择这个品牌，但明年就不再选择这个品牌。这个公司产品的销售量今年可能是Q，明年就可能只有1/2Q。

为什么维多利亚的秘密母公司L Brands每年需要花费大量的资金在“维密天使”的选秀上?

因为，如果这些奢侈品公司不能不断推出新的款式，一旦消费者对原有款式感到厌烦，那么一个品牌的倒下将会是顷刻间的事情。

大家别看这些追逐时尚的公司如此光鲜亮丽，公司产品的黏性可能还不如一家卖酱油的。

所以，当你估算公司未来的收入时，如果产品没有足够的黏性，那么你根据历史的销售情况估算未来销售情况会是多么荒谬；如果产品有足够的黏性，用户能不断积累，而且品牌具有溢价能力，那你就躺着数钱吧。

回头看，你买茅台、买腾讯，无论过去哪个时间点买，只要没上杠杆，你都是对的。

当然，也许你跟我一样，想找到下一个Monster。我想，只能去找有潜力创造溢价的品牌、消费者会重复购买、能将产品不断推广的公司。而找这样的公司，最重要的是找到有可能成就这件事的人。

如果你比较懒，那你就静静地等着，等到一个好的价格，去买那些现成的有品牌溢价力和有黏性产品的公司。

这里很好奇地问问大家，现在互联网补贴下的各种“活雷锋”公司的产品有黏性吗？产品有溢价权吗？

听闻国内三大外卖平台之一已经烧不动，准备殉“互联网+”了。

渠道篇：渠道的坍塌

第一次接触渠道是在2012年，那时之前的老板买了一家美国经销商的股票，公司叫SuperValu。在美国生活的朋友可能知道这个公司，旗下经营杂货店，Save-A-Lot也是其旗下的品牌连锁店之一。

SuperValu最主要的业务是Wholesale，我们国内叫批发。美国其实是一个挺有意思的国家，连批发商都拿来上市。

当时我仔细看了这个公司的年报，非常纳闷，为啥这个公司的毛利率才14%～15%，之前没见过毛利这么低的公司呀，老板在想啥呢，这公司也买?

当然，之前的老板对SuperValu的投资完全是基于公司不会破产的角度上去看的。当时只要公司关掉一些亏损的店铺，稳定经营现金流，短期没有债务压力，公司完全可以活过那一轮危机。

之后两个月股价的走势比想象得更悲惨，甚至有天出现单日暴跌49%。当时真替老板捏把汗，不过后来他跟我说虽然5块钱建了部分仓位，但大部分仓位是在2块钱建的，总共买了800多万股。

老板的仓位大部分是在8块钱的时候抛的，虽然老板最终获利颇丰，但对我来说，为啥这类公司毛利率如此之低的问题一直困扰着我，直到2016年和钱伟大去国内的批发商调研访谈的时候才明白，也是这时候，我才开始思考什么是渠道，为什么有人说渠道为王，现在渠道在发生怎样的变化。

为什么传统渠道在坍塌?

2016年醋饮料市场火爆，不但恒顺推出了醋饮料，连调味品老大海天也坐不住了，推出了“张小主”醋饮料。设想，如果你的公司也推出了醋饮料，你会怎样把你的醋饮料卖到消费者手上呢?

你会找当地的经销商，利用经销商的渠道进行多次铺货；你会与商超谈判，让你的饮料进入商超渠道；你会与餐饮店沟通，让各餐饮店卖你的饮料；你会组织公司的员工进行线下的试饮和促销活动；你会到各士多店、餐饮店、商超看你的饮料的铺货情况、摆放位置。

这种方式在国内延续了二十几年，经过漫长的时间积累，最终形成了目前的各大饮料品牌。

不仅饮料市场，日化用品、调味品同样如此，在过去的十几二十年里，这些快消品的推广完全靠这些渠道深耕，即使出现了网上电子商务购物，这套系统也并没有受到特别大的影响，只是这些经销商也在网上租了“一块地”，同样经销这些产品而已。比如，像上面天猫联合利华旗舰店和宝洁旗舰店的经销商其实是同一个。

所以很多人认为互联网摧毁了传统的经销渠道，那就大错特错了。

因为你在网上也是在同样的经销商手上买的货。如果网购的话，他也完全可以利用他线下的经销渠道将产品发货给你，极大提高了物流效率。

但是，这一切由于微信的出现变了。在文章**《宝洁：自认为面对的是一群“节俭的中产阶层”》**中，感谢网友刀巴犬良，我们知道了凯儿得乐这款纸尿裤。为了看产品，我们也在网上买了一包凯儿得乐纸尿裤。

对比了一下质量，还不错。

再看看网上的一些代理的情况。单月销售额突破2800万元，按这个速度发展，一年的销售额肯定远超3亿元。当然，这数据可能有一定的水分，但是即使单月销售额1000万元，那也是非常不容易的。做过生意的人应该懂一款产品单月销售额突破1000万元是什么概念，更可怕的是这款产品2015年5月份才刚刚开发市场。

一个新的日化用品品牌，没有一开始就走传统的渠道，在短短运作一年之后，年销售额就要突破3亿元。这对任何企业都是无法想象的事情。

当然，很多朋友质疑微商这套新的渠道，做微商的人都是自己压一堆的货，然后拉人头将产品更高价卖给别人。

但是我想反问一下，传统的经销商渠道不压货、不是更高价将产品卖给下一级批发商或者零售商吗？在付款方式上，不但零售商需要压批发商的款，而且经销商还需要批发商打预付款，还要承受零售商的应付款变成呆账坏债的风险。

此外，传统经销商还需要花几万元甚至几十万元装修一个店面。

这就需要问一个非常重要的问题：零售的本质是什么？

“零售的本质，是一个供应链效率的问题，有了效率才能有效应。”

具体讲零售的本质是降低产品从生产者到消费者手中的交易费用，交易费用包括企业的广告费用、各级经销商和批发商的运营费用及利润。

所以质疑者问的问题应该是：微商渠道能降低交易费用，提高供应链效率吗?

与传统的电子商务相比，微商能降低的是高昂的平台抽点以及广告费。简单以天猫为例，至少5%以上的平台抽成，还有甚至超过20%以上的广告费用，动辄几万十几万元的保证金、每年需要交的技术服务费。

与传统的线下渠道相比，微商能降低的是线下昂贵的租金与铺面转让费。微商渠道中虽然也有经销商层级，但是完全省去了传统线下渠道需要的铺面租金及转让费。

降低的交易费用在刚开始会以超额收益的形式被早期从业者和企业赚取。随着竞争的加剧，最终企业的毛利会回归正常，更多的传统电子商务企业和线下渠道会被淘汰出局。

事实上，这种传统渠道的坍塌已经开始。像凯儿得乐、小黑裙、林夕梦、维尔洁、亲香等品牌已经在大量蚕食传统电子商务和线下经销渠道的市场，都市丽人的运营状况已经或多或少揭示了这种趋势。

为什么不再需要明星广告?

渠道的坍塌会引起一系列共振反应，首当其冲的是广告营销。

在王老吉与加多宝的对决中，一个非常让人匪夷所思的举动是王老吉拼命在新闻联播砸广告，勇夺央视新闻联播第一标。

相反，加多宝却赞助“中国新歌声”节目，通过节目让加多宝继续红遍大江南北。

在恒大冰泉与农夫山泉的广告对决中，恒大的广告同样让人匪夷所思——“请各种明星，一年九变”。

也许是念旧，也许是情怀，王老吉一如既往喜欢在央视玩它的广告；而恒大喜欢玩它的明星广告。

这就同样需要问一个重要的问题：广告的本质是什么？

麦克卢汉说，媒介即信息。无论是央视也好，明星也罢，本质都是媒介，他们传播的都是产品信息，赋予他们媒介性质的是他们背后的影响力。

“广告的本质是媒介通过其影响力完成信息的传播，实现其影响力的变现。”

在过去的十几二十年里，为了传播企业信息，无数企业将无数的金钱砸向广告宣传。2015年可口可乐在广告市场砸了接近40亿美元，是其总收入的10%；宝洁则向广告市场砸了83亿美元，远超其收入的10%。这些巨额的广告被投向不同的媒介，包括各种互联网、电视节目赞助、明星广告等。

因为渠道变化，这种局面将受到深远影响。

无论是在传统的线下渠道还是目前的电子商务渠道下，影响力小的个人都很难将影响力变现，所以就导致了明星与其他人之间影响力变现是+∞的区别。但是，在新的微商渠道之下，无数人都可以成为媒介，将自己的影响力变现，包括老师、医生。

大家都会对身边的朋友向你推销产品感到厌恶，因为觉得朋友在赚你的钱。

但是你没有意识到，明星打的广告，综艺节目上看的广告，互联网上一不小心点进去的广告，你买了这些广告推荐的产品，你却不觉得反感，因为你内心知道他们需要通过广告将他们的流量和影响力变现。但如果你朋友向你推荐产品，你会极度厌恶，你甚至愿意花更高的价格到传统渠道购买。

这是一种怎么样的人类心理?

朋友冒着友谊的风险给你推荐产品，你觉得他在赚你的钱，而明星广告给你推荐质量烂的产品，你却习以为常。

同样，在学校，老师利用自己的影响力向学生推销产品；在医院，医生利用自己的影响力向病人推销产品，都会被骂不务正业，以“权”谋私。而明星消费他的影响力你却心甘情愿，众多网红直播消费他们的影响力，你也心甘情愿，毫无怨言。

这又是怎样的一种人类心理?

我想，微商的这波浪潮会让很多曾经不起眼、无法将自己的影响力变现的人实现自己影响力的变现。即使最终出现医生、老师这样职业的人将自己的影响力变现的事情，那也只是因为这个社会付给他们的费用没有达到他们应得的水平。

因此，微商带来渠道的变化最终可能使这个社会不需要所谓的明星。那时候，每个人都可以为自己喜欢的产品代言。

渠道和营销的改变一定会给十几二十年来一成不变的经销渠道营销带来商业模式的重塑。

过去在微商中流通的很多都是非常劣质的产品，但是过去一年以来，风已经变了。在微商渠道中已经有一些质量过硬的产品在流通，

企业的运作者也极具品牌意识，迅速通过微商建立品牌并重新切回传统电商以及线下渠道。

每个人内心里，都渴望买到质量更好的产品，同时又尽量少花钱。这种心理一方面构成了过去几十年零售的趋势（供应链效率提高、中间交易费用降低），另外一方面将形成中国产品和消费升级的浪潮。微商降低交易费用、提高供应链效应将是零售趋势的延续，而微商产品品质的提高，甚至超越目前市场中的品牌产品将会是未来消费升级的一个缩影。

像凯儿得乐、林夕梦、洗衣凝珠这样的产品，由于品质过硬，利用新的产品渠道在某种程度上已经在重塑日化用品和内衣用品的商业模式形态。新的商业模式也将重新定位线下门店的作用与功能。

这种改变无论带来怎样的商业模式形态，无论你是否在意，都将继续在你我的身边快速发生、演化。

总结篇：饮料消费投资总结

（非酒精）饮料的研究已接近尾声，同安甘露也逐步推向市场。

最近我一直在思考，思考目前的非酒精饮料行业在二级市场上有什么投资机会?

回答这个问题前，我觉得需要先回答另一个问题：为什么人要喝饮料?

人们喝饮料是因为饮料的功能：水（解渴）、碳酸饮料（解渴）、功能饮料（解困）、运动饮料（补充元素）、牛乳（健康补钙）。但光有功能没用，如果口味不行，消费者同样不买账，这也是为什么做药的公司做饮料都挂掉。所以饮料的产品需要解决功能和口感这两大问题，当然营销和渠道则是另外两个非常重要的问题。

现在应该能理解为什么矿泉水、碳酸饮料、功能饮料、牛乳这四个品类能经久不衰了吧。

重新回到最初的问题，目前非酒精饮料行业在二级市场上有什么机会？如果时间回到10年前，答案完全不同，那时多个品类的市场刚刚开始拓展。

但10年后的今天，如果从成长股投资的角度，**目前我觉得除了功能性饮料和矿泉水这两个品类，非酒精饮料在二级市场上目前没有投资机会。**遗憾的是矿泉水这个品类的公司，包括农夫山泉、百岁山（2015年销售额超66亿元）、怡宝等公司都未上市，所以只有功能性饮料这个品类。

其他品类，如果汁饮料，虽然健康，但现榨果汁无疑会越来越成为消费者新的消费习惯；植物蛋白饮料虽然被宣传为健康饮料，但含糖量高是无法回避的事实；碳酸饮料的不健康众所周知，可口可乐和百事可乐在中国的业务全面下滑；即使一直稳健的伊利和蒙牛也无法回避市场饱和的问题。

全中国13亿人，即使每人每天喝一瓶2元的饮料，一年要消费9000亿元。目前饮料的市场已经超过6157亿元，算上牛奶和酸奶的3100多亿元的市场，就已经是9257亿元的市场了。

以上完全是一种理想的估算，13亿人中那么多农民工会每天花2元喝饮料吗？即使是办公室一族，我想也不可能每天都花2元买饮料。

饱和的市场，对很多公司来说，维持原有的市场份额已经很难。推出新产品获取业绩快速增长就难上加难。老业务在下滑，新业务难以增长，或者没有新业务。所以我觉得在能预见的未来，饮料行业不可能再诞生像Monster这样的1000倍股了，也不可能诞生像红牛这样的超级大单品了。在仅有的功能性饮料品类，二级市场上也几乎不可能诞生ten begger，除非**是困境反转型公司。**

说到困境反转型公司，在文章《Primo Water：沃尔玛桶装水搬运工》中，我们分析了Primo Water这个公司如何陷入困境，最终又如何反转的案例。在文中，我们也提到一个观点，即成长股的投资非常困难，因为你已经用比较高的溢价去购买一个公司的股票了，这需要你判断未来公司的业绩能不断增长，所以成长股的投资对确定性的要求是非常高的。

作为一个追根究底的人，一定会问一个问题：何为投资的确定性？

饮料行业我们有必要对投资的确定性进行更加深入的分析。在文章开头提的为什么人要喝饮料以及品类的问题，其实也是在思考确定性的问题。为什么饮用水和功能性饮料这两个品类可能还有投资机会，是因为这两个品类的确定性，在我们可预见的未来，我们能预见这两个品类公司的业务还有增长空间。当然，品类和业务的确定性还需要思考风险收益比的问题。

重新回到上面的问题，何为投资的确定性？以以下几个真实的投资案例做解释。

1.腾讯全宇宙人都知道，但真正在腾讯上赚到数亿元的个人投资者，我了解的只有李国飞前辈。

智能手机普及后，腾讯在智能手机上并没有找到切入点。以端游为主要收入的腾讯确实存在一个很大的不确定性，即收入可持续性和新增长点。所以在2011年，李国飞前辈抛掉了手中持有的所有腾讯股票。

到了2013年，腾讯凭借微信已经占领了智能手机的入口，而且已经通过手游货币化。作为当时1000亿人民币的游戏市场，未来手游的比重只会越来越大，而且当时通过微信广告的货币化还没开始。基于几个简单的理由，李国飞前辈在2013年7月拆股后几乎全仓持有至今一股未卖**（具体逻辑可参见李国飞前辈文章《失控与投资》）。**

2.能因为不确定性全仓抛掉一只股票，再看到确定性重新重仓买入同一家公司的案例是之前的老板在2014年重新买入网易。

之前的老板最早是在2002年以0.8美元买入网易并持有到2007年。在2013—2014年游戏行业有一个非常大的变化是端游增长变缓，手游增长非常迅速，那时大家都知道未来手游是一个大的趋势，像中手游

就凭借手游短短几年之内在纳斯达克上市。那时候对网易这类端游大厂而言，大家都持普遍的怀疑态度，甚至一度猜测其会不会做手游。但当时老板认为网易做手游是天经地义的事情，因为端游积攒的用户肯定会玩它出的手游，所以网易不可能不做手游，于是再次重仓买入网易。

真正验证端游厂会做手游的第一个案例是2014年10月畅游出的天龙八部3D，第一个月流水就达到2亿元，要知道当时流水达到1亿元就已经是S级游戏了。网易的大话西游月流水达到8亿元是后话。当然，2016年第二季度网易考拉能做到19.83亿元纯属是一个意外的惊喜。

3.网易和腾讯是在互联网中的两个经典案例，在饮料（酒精饮料）中最经典的案例要数Constellation。

Constellation Brands这个公司不一定有人懂，但科罗娜这款啤酒，爱啤酒的人应该都知道。啤酒这个品类还不同于一般的饮料，啤酒这个品类有几百年的历史，不可能因为健康或不健康的问题，人就不喝啤酒了。所以只要啤酒品牌能够一直拥有一群粉丝，能够地域扩张，那么这个啤酒公司就有一个非常不错的生意**（国内的啤酒公司除外）。**

很多人都知道科罗娜在中国的品牌属于百威，但很少人知道在美国属于Constellation Brands。为什么星座品牌酒业（STZ）能收购科罗娜啤酒大家可以自己学习。

在收购科罗娜之前，STZ公司的主要业务是红酒。在2011年时，红酒业务急剧下滑，到了2012年业绩已经稳定。收购科罗娜的消息在2012年已经开始传出，真正完成收购是在2013年第二季度。

为什么STZ的投资也算是一个确定性非常高的投资呢？首先STZ自身红酒业务已经稳定，其次收购的科罗娜啤酒能不断稳定地增长。科

罗娜啤酒在美国的火爆程度已经无须验证，因为在2012年每年已经能卖25.88亿美金。STZ的股价就如同坐上了火箭，甚至连其红酒业务产生的收益也是按照成长股进行估值的。

投资有确定性，也有不确定性。确定性高的投资才敢真正下重手，具有一定的不确定性才能带来超额收益。腾讯的确定性是微信已经占据手机的入口，不确定性是变现能力到底多强；网易的确定性是低估值和十几年端游的积累，不确定性是手游能不能做起来；STZ的确定性是低估值以及科罗娜啤酒品牌在美国的风靡，不确定性是未来科罗娜啤酒能否继续增长。

4.回到饮料行业，品类的存在是确定性最重要的保证，如果几年以后品类都不存在了，谈何确定性。

所以，我们细想未来几年品类处于上升周期，市场不断扩大，主营业务稳定增长，同时还能拓宽品类的，能有哪些企业？同时估值还不是特别夸张离谱的，甚至像当时STZ只有10倍PE的公司又有哪些？具体能操作的标的最终又有哪些？是不是思考后发现这样的公司在二级市场少之又少？

所以何为投资的确定性？投资的确定性是基于投资的安全性，投资一种能看懂的业务模式，这种业务模式可能处于为公司带来现金流的初期阶段，并且这种模式能通过复制或者扩张获得更大的市场份额。

最后，做几个对饮料行业未来趋势的判断：

（1）老品牌老化严重，行业继续痛苦挣扎；

（2）难再有超级大单品的出现；

（3）饮料生命周期手游化；

（4）饮料品牌年轻化；

（5）饮料传统经销渠道重要性弱化；

（6）饮料理念健康化。

这将会是对所有饮料公司前所未有的考验。

当然，在这波产品、渠道和营销都急剧变化的浪潮中，如果那些确定业务的品类的公司被错杀，或者能实现困境反转，那我觉得也能获得不错的收益，只是现在还没到那个时刻。

第二部分
浅析白酒行业

第16章 消费品价格上涨，经济就变好了？

如果你经常看各种财经媒体的报道，你一定看到了通胀比通缩好的言论，也一定看到了现在经济在变好的报道。

当然，你也一定知道2016年茅台、五粮液、洋河都在涨价，维生素、氨基酸、味精、醋、酱油、大蒜、玉米、棉花也在涨价，钢铁、煤炭、汽油也同样在涨价。

这不，2015年深圳蛇口港到珠海九州港的船票是100元/张，2016年已经是120元/张了。

啥都在涨价，我们统计局统计的经济数据显示的经济肯定在变好啊。不过，你也别怪我们国家的统计局，美国也一样，他们也告诉群众，国家的经济在变好，CPI（居民消费价格指数）正朝着他们设定的2%的目标前进。

其实，各国央行早早设定了2%的CPI目标，如果达不到目标，马不喝水，那就增加剂量。

说白了，媒体报道中的经济迟早会变好，即使没变好，政府也会通过涨价让它变好。

当CPI达到了设定的2%的目标之后，央行预设的另外一个程序就开始启动，这个程序就是加息；同时，媒体也鼓吹经济已经变好。

以上所描述的基本上是2016年所发生的事情。

的确，随着各种消费品、原材料价格的上涨，经济已经在稳步“复苏”。各个公司的股价都在创新高。

2016年12月6日，贵州茅台的收盘价又创了新高。

我想一定有很多朋友跟我一样，很想知道消费品涨价之后会发生什么，会给我们的社会和生活带来什么影响。

首先，对公司来说，价格上涨就如同流向奥卡万戈大沙漠的洪水，为生活在整片区域的生命带来活力。

价格上涨的行业的公司最直接的表现就是订单的价格上涨，营业收入增加，净利润由负变正，经营现金流逐步改善。

随着经营现金流的改善，该行业的公司开始有现金改善资产负债表，当然也有公司比较激进地增加产能，以便在未来可能发生的供不应求的情况下获得更多的市场份额。

当然，走在最前头的并不是营业收入和净利润的增长，或者是资产负债表的改善，而是公司的股价。

2016年年底，很多公司的股价已经创几年新高。公司也可以通过增加股份发行或者债务，来偿还部分债务，以达到改善资产负债表的目的。

“奥卡万戈大沙漠”的洪水让企业有了一丝生机，在这个生态系统中的员工也从中受益。员工工资增加，福利变好，奖金增加。

这就是消费品价格上涨带来的第二个影响，员工工资上涨。

即使不在相关行业的公司，由于受其他行业的影响，或者由于消费品价格的上涨，公司也被迫给员工加工资。

此外，消费品价格的上涨也导致生产要素价格的上涨。所以，最终也就导致企业的运营成本逐渐上涨。

之前能够获得暴利的企业，利润会逐步回归正常。这些公司的股价暴涨也暂时告一段落。

到这里，不知道大家发现没有，如果从整个社会的角度出发的话，消费品以及生产要素价格的上涨最终并没有让整个社会变得更好，顶多是大家消费的东西价格上涨了，然后自己的工资也上涨了，只是在之前的基础上都乘以了一个系数。

如果非要说变化的话，顶多是之前在这些行业的从业人员的状况改善了。既使消费品价格和生产要素价格的上涨，也使公司的经营成本或者个人的生活成本增加了，但是至少这些行业人员的工资的增长幅度是更大的。

如果世界能维持如上的状态，那么可能对很多人来说，都是比较好的一个状态。

但是，如同动物迁徙，天气和水草不会一直在一个地方固定不变。

之后，由于消费品价格和生产要素价格的上涨，CPI的上涨使得央行开始加息。央行其实并不一定要仓储加息，但是如果央行一直不加息，不采取行动，那么可能很多人会觉得央行是个多余的存在，所以央行也要让人意识到它存在的作用和意义。

央行让别人知道它的存在意义以及还在做事不是白拿工资，就是做与之前不一样的事——加息。

很多人认为，美联储加息，中国的央行可以不跟着人家美联储加息。这就大错特错啦。这个世界说白了是一个跟风的世界，没有人喜欢当异类，我们的央行也不例外。当然，人家美联储加息了，全球其他各国央行也必然要跟进加息，因为是被逼的。

一旦全球各国央行开始加息，那么消费品价格上涨与生产要素价格上涨形成的短暂平衡将被打破。

对之前好不容易有点利润的公司来说，马上需要面对的是融资成本的增加。可能只是简单的几个点的利息上涨，就让原先微薄的利润变为亏损。

企业亏损造成的结果就是削减支出，裁员或者降低员工工资的情况接踵而来。

那时，并没有一个通过刺激通胀或者涨价让经济重新恢复的路径，因为这条路径在之前尝试过，结果已经被大家预期，所以无效。那么，那时候接下来的2～3年，对企业来说，将会是另外一场生存考验。

消费品价格上涨会带来什么？

至少，我们能看到的是带来股价上涨，相关要素价格上涨，至于之后的路径是否如同本文上面所写，我们拭目以待。

第17章
茅台：53°白酒背后的化学基础原理

在高中化学课上，不知道大家有没有做过这样一道化学题：**“100 mL的纯乙醇与100 mL的纯净水混合，最终溶液的体积是多少？”**

上了大学之后虽然很少碰化学，但是在大学之前，在化学实验室里还是吸过不少酒精、氯气的，特别是高三那年在厦大化学实验室的那段时光。

那时候，看到核磁共振波谱仪这样的高大上设备是一件非常让人兴奋的事情。因为很多大学的化学系都没有一台这样的核磁共振波谱仪，一台这样的设备非常昂贵，所以那时我们也只能看老师操作。当然，元素分析仪我们还是能经常用的。

这玩意我们当时可爱玩了，每次做完有机实验，就想把实验得到的溶液放到这仪器上做做元素分析，看看溶液的各个元素的成分比例就知道其中含有多少杂质。

相比于无聊的无机实验，我还是比较喜欢做有机实验，虽然天天“吸毒”。周末无聊的时候，还自制一些阿司匹林，那时候看着自己做出来的一条条细丝状的阿司匹林，别提多开心了。

有机实验做多了，就会喜欢上酒精，特别是99.99%浓度的酒精，特别好闻。

那时候我觉得那味道比白酒好多了，年少无知的我一度觉得白酒就是一个成本以万元/吨计算的乙醇和水的溶液。

至于为什么有任意度数的白酒，那是因为水分子能与乙醇分子任意比例互溶。

为什么水分子能与乙醇分子任意比例互溶?

因为水分子与乙醇分子相互之间形成氢键，同时由于乙醇分子中乙基的给电子效应比氢原子强，所以导致乙醇上羟基上的氧比水分子中的氧的负电性更强**（以上只是其中一种形成氢键的方式）。**

所以，总结起来，比如你喝的好点的白酒，就是用（4～5）万元/吨的这样的溶液配制的；差的白酒嘛，就是（1～2）万元/吨这样的溶液配制的。然后这样的溶液卖到十几万元甚至茅台的上百万元一吨，那时候我真不懂为什么那么多人对白酒的追求孜孜不倦。

所以那时候的我，觉得卖白酒的人是大忽悠。想想自己做过多少有机实验，你要多少度的白酒，我都可以用以吨计算的酒精帮你调配出来。

当然，后来我知道这些卖酒的人还真是太有商业头脑，他们一直做的就是差异化。

比如每个白酒厂商都会宣传自己的酒窖历史，他们还发明了酱香型、浓香型、清香型、绵柔型等专业词语，专业词语的好处就是迅速把自己与一个以吨计算的溶液区分开了。

渐渐地，随着对白酒认识的加深，我逐渐改变了白酒就是一个乙醇和纯净水相混合，成本以万元/吨计算的溶液的认识。

在大学的一些选修课上，化学系的老师还是会补充一些更加深入的化学知识的。比如上面简单的乙醇和水的混合液，虽然两种分子可以相互形成氢键，相同的分子之间也可以形成氢键，但是真实的结构远比想象的复杂。

因为水分子的机构是V型，而在有机化学中，甲烷是正四面体的结构，乙基则是甲烷中的一个氢被次甲基替代，所以水分子与乙醇形成的是一种空间的团簇结构。

所以，这样看白酒就不是简单的乙醇与水的混合溶液了。不同浓度的白酒，水分子与乙醇分子由于氢键形成的团簇结构完全不同，最终也就影响了白酒的口感。

现在也很好理解为什么白酒加热之后口感又不一样了。

因为温度变化会破坏原来的团簇结构，形成另外一种团簇结构。虽然都是水分子与乙醇分子的溶液，但是内部的团簇结构已经不同，口感自然也不同。

现在回到我们开头的问题：**“10 0ml的纯乙醇与100 ml的纯净水混合，最终溶液的体积是多少？”**

知道了上面的团簇结构以及分子之间的间隙，虽然我们不知道最终溶液的体积到底是多少，但是我们知道最终的溶液体积一定是小于200 mL的。

利用以上的知识，我们再回答这个问题：为什么飞天茅台是53°的?

我们知道由于分子间的间隙，50 mL的纯净水与50 mL的乙醇混合得到的不是100 mL的混合溶液，背后的原因是乙醇与水分子以六元环

状、菱形、书状、笼状等方式形成团簇结构，这种团簇结构相当于在之前的乙醇结构中塞进了水分子。

但是不同的团簇结构的稳定度和缔合度是不一样的。

为了了解不同结构的缔合度，我们可以将不同比例的纯净水和乙醇混合在一起，调得100 mL的混合溶液。

再将纯净水与乙醇的总体积为纵轴，以酒精度数为横轴做图，我们大概会发现53.94 mL的乙醇与49.83 mL的纯净水混合之后得到的100 mL酒精混合液下降的体积是最大的，达到3.77 mL（图17-1）。这时的酒精浓度是53°～55°，水分子与乙醇分子的缔合度最高。缔合度越大，乙醇分子的自由程度越小，酒的柔和度就越强。

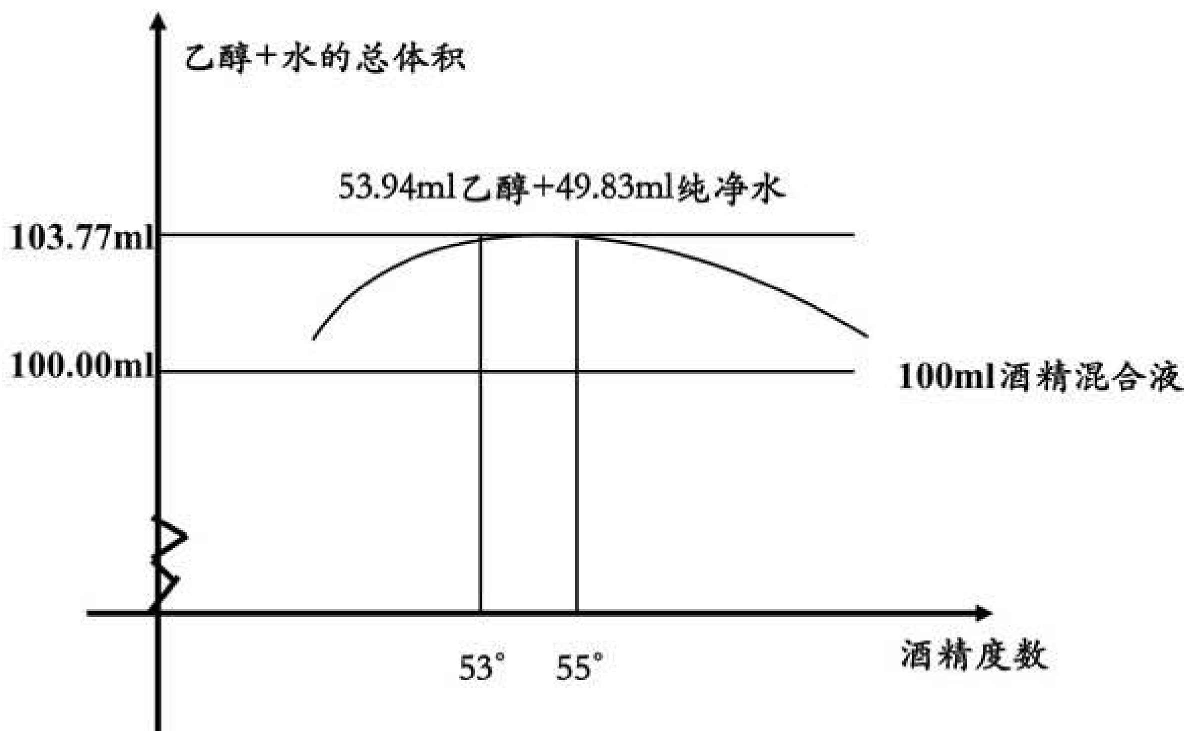


图17-1

当然，我们在前面已经讲了，白酒是需要差异化的，为什么五粮液酒是52°，我想也是差异化的原因吧。

事实上，白酒中不止含有水分子和乙醇分子，在发酵过程中形成的酸、醇、酯、醛、酮、芳香化合物在蒸馏过程中可能一并被蒸馏出来。

在白酒的长时间存放过程中，白酒内的乙醇可能发生醇氧化成醛、醛氧化成酸，甚至会发生缩醛反应。这也是为什么白酒存放之后口感会越发醇厚。

所以，白酒不只是简单的乙醇与水的混合溶液，背后的醇香、清香、浓香、酱香都是有其化学基础的。

接下来，我们将重点研究酒精饮料这个大品类**（白酒、啤酒、红酒、清酒、威士忌等）**，涉及国内外的上市、非上市公司。

如果对酒精饮料这个品类有深入、独到见解的朋友也可以联系我们留言。

第18章
维维股份：我也做过酒，只不过失败了

前些年，《泰囧》和《致我们终将逝去的青春》两部电影搅扰了中国电影界，导演是演而优则导的明星，这叫跨界成功。关于跨界成功的段子还有很多，“中国移动说，和联通对撸了这么多年，发现原来腾讯才是我们真正的竞争对手。”

在A股上市公司中，有一家公司似乎很早就明白了这个理，而且一直身体力行。

从2000年上市到2016年，这家上市公司卖过饮料、挖过煤、卖过茶、榨过油、盖过楼房、卖过楼、酿过酒、搞过金融、涉足过生物制药，只要能赚钱的，它都做过。跨界打劫16年，搞得身心疲惫，说起来满满都是泪。

1.原地踏步16年

这家公司叫维维股份。维维股份的总部位于江苏省徐州市铜山区，是当地的明星企业，2000年前后，它每年上缴的税收占到铜山区税收总额的一半，如果它不缴税，估计会影响当地政府的开支。

2000年6月，维维股份以每股10.28元的发行价上市，市值达到66亿元。16年过去，公司2016年的市值是112亿元。如果剔除收购的白酒业务，维维股份的市值可能还是只有60亿～70亿元，基本上与16年前一样。

以“维维豆奶，欢乐开怀”广告红遍大江南北的维维股份，却让投资者高兴不起来。

我们翻看下维维股份的历年年报，也许能找到答案。

先看维维股份2000年的招股说明书。那时候，维维股份还只是个卖豆奶粉的公司，业务单一，不过它在当时绝对算是消费品行业的“高富帅”。因为豆奶这个品类几乎是维维股份一手培养起来的，在1997年就做到了13亿元的销售额。之后受亚洲金融危机的影响，业绩有所下滑。即便如此，公司的净利润仍一直增长，到2000年公司上市的时候，公司的净利润已经能稳定在1亿元以上。

公司上市以后，单一的豆奶业务肯定满足不了公司管理层的野心，因此多元化战略被提上议程。在之后的16年时间里，公司不断以并购的方式跨界其他行业。

到了2015年，一个多元化的“帝国”已经形成，涉及饮料、白酒、食用油、房地产、贸易、茶叶六大行业。

能够组建一个多元化、多产业的企业“帝国”，营收多元化固然有其合理之处。然而，“帝国”多元化后的业务业绩却令人堪忧。从维维股份的2015年年报，我们看到它的白酒业务的毛利率只有35.93%（注：这个行业平均毛利率在50%以上）；植物蛋白饮料的毛利率只有14.45%；食用油的毛利率只有可怜的1.26%；甚至一度被认为暴利的茶类的毛利率也只有26.93%！

到了2016年，多元化的业务不但没有改善，大部分业务营收还在加速下滑。我们看到在维维股份营业收入排第二的白酒业务，2016年上半年营业收入同比下滑了27.03%。此外，每年为公司贡献5亿多元收入的植物蛋白饮料业务，2016年上半年营业收入同比下滑9.67%。

食用面粉与食用油的业务同比下滑13.78%，2015年同比下滑50.98%的贸易业务则干脆没有单独列出。

以上多项业务，虽然每年能为集团贡献几个亿的收入，但是在毛利率已经极低的情况下，如果再扣除其他运营成本，那么大多数业务可能都处于亏损状态。

可以说，16年以来的跨界生涯，维维股份没有把对手打劫掉，自己反而由“高富帅”变成“屌丝”。

2.此“奶”非彼“奶”

首先，任何一个公司的管理层，都会有多元化的想法，毕竟豆奶粉市场的天花板随时都可能摸得着。其次，在1998年金融危机发生之后，公司的营业收入从最高的13亿元猛跌到1999年的9亿元出头，下跌幅度高达到30%，让维维股份的管理层危机意识猛增，迫切需要另一个主营业务增长点。

为什么首先想到做乳业?

实际上，维维股份多元化的想法不是在2000年公司上市之后才有的，如果追根溯源的话，早在20世纪90年代就已经开始走多元化道路。

在2000年公司的招股书中披露，持有维维股份36%股权的香港上市公司五丰食品的业务涉及牲畜饲养、屠宰及肉制品加工、食品与饮料生产、葡萄酒酿造、超市零售、远洋捕捞与水产品加工、食品运输、食品包装等。在公司的招股说明书上写得很清楚，维维股份拟与

香港立新公司合资组建徐州维维乳业有限公司，新建年产3亿瓶塑瓶奶生产线。

所以，公司将进军“乳业”可以说是维维股份上市前就已经有的一个既定方向。

走多元化，大多数人的想法肯定还是与之前的业务有一定的相关性。维维股份的管理层的认知也没有超出这一点。与豆奶业务相关性比较高的，而且市场空间足够大的行业，维维股份的管理层想到的是乳业。

2001年，维维股份开始大张旗鼓地进军乳业。2002年耗费巨资收购珠江特区牛奶公司、新疆呼图壁怡然乳业公司，投资4000余万元在呼图壁建起两个千头养牛场，并在该区建立鲜奶收购站。同年，维维股份又投资1.6亿元成立西安维维乳业有限公司，同时收购西安乃至西北规模最大的万头奶牛场，控股银川北塔乳业公司。2002年6月，维维济南乳业有限公司新建厂房破土动工。

同样是在2002年，维维股份组建新疆维维天山雪乳业有限公司，开始用“天山雪”这个品牌在乳业开疆扩土。

2002年，维维股份进军乳业并不算一个特别差的时间点。毕竟现在乳业的龙头老大伊利股份，当年的销售额也刚过40亿元，蒙牛乳业一年的年销售也只不过21亿人民币。

但是，维维股份在选择奶源的时候，出现了一个很大的错误。维维乳业把奶源都集中在新疆和西北地区，当然这其实也是无奈之举，因为内蒙古的好的奶源当时已经被伊利和蒙牛占据了，所以维维股份只能把奶源放在新疆和西北地区。

与其他的食品饮料相比，乳业有一个致命的弱点，就是保质期问题。像最近几年出的酸奶，保质期甚至短到1个月。所以，物流并不是那么发达的西北地区很大程度上限制了维维乳业的发展。非常矛盾的是，牛奶的主要消费群体都在东部沿海地区。所以我们之后也看到，维维乳业的运营成本都极其高，毛利率低的甚至只有十几个点。

此外，乳业与维维股份之前做的豆奶是一个完全不一样的行业。牛奶行业和豆奶行业的原料采购、生产流程、市场营销以及消费人群都着很大的不同，两者的渠道也千差万别。维维还要求自己的合作伙伴们只能生产自己的品牌“天山雪”，甚至对这些企业划分销售区域，这种做法引起了被控股企业的反感。

到了2005年，雪上加霜的是，由于几年的行业高速扩张，导致了行业产能严重过剩。整个乳制品行业进入行业整合，最终维维的牛奶业务萎靡不振，投入产出严重失衡。

最终，在2005年，维维股份发布公告，宣称今后将把重点重新集中在豆奶领域。

不过，维维股份一直没有完全放弃乳业这块业务。即使到2015年，我们仍然可以从公司的年报上看到2015年牛奶及鲜奶等的营业收入是5.59亿人民币，不过毛利率只有14.46%。如此低的毛利率，加上无法发挥规模效应，维维股份的牛奶业务每年必是亏损无疑。

3.白酒好喝却“醉”人

白酒业，在外人看来是一个非常好的生意，毕竟做过生意的人看到白酒行业动辄70%～80%的毛利率、20%～30%的净利润率，哪一个

不垂涎三尺？这股诱人的酒香强烈吸引着维维股份，宣布聚焦主业的维维股份一年后便食言，打起了白酒生意的主意。

2006年11月16日，维维股份一纸公告，上市公司拟授让江苏双沟酒业股份有限公司（下称“双沟酒业”）38.27%股份，总共耗资8000万元。2008年3月，维维股份再次增资双沟酒业，耗资3600万元将持股比例增加至40.59%。

彼时的白酒市场，正经历黄金十年。2000—2010年中国经济GDP以年均10%高速增长，而白酒是一种特殊的商品，其消费价值主要体现在情感的沟通上，工作需要、商务和政务应酬是白酒的主要消费场景。伴随着中国经济高增长，无处不在“商机”场景，持续释放对中高端白酒的需求，那时整个资本对白酒企业趋之若骛。

3年后，维维股份以3.98亿元把江苏双沟酒业股份有限公司转手卖给了宿迁市国丰资产经营有限公司。

持有双沟酒业不到3年的时间，高达243%的投资回报。这次试水白酒，让维维股份大获成功。

在乳业产业一筹莫展的维维股份尝到了甜头，也更坚定了走白酒行业的多元化。接下来，维维股份进行了一系列眼花缭乱的白酒布局，大有在白酒行业闯出第二个“维维股份”的气势。

2009年，维维股份花费3.48亿元收购了湖北枝江酒业股份有限公司51%的股份；2012年，出资3.57亿元收购了新贵州醇酒厂。到了2013年，白酒行业受“塑化剂事件”的影响，行情已经明显降温。维维股份在行业低点的时候再次出手，耗资2.4亿元增资收购湖北枝江酒业股份有限公司，控股比例上升至71%。

如果枝江酒业能够从业绩的困境和下跌中走出来，那么维维股份2013年的再次入股会成为一个非常经典的抄底案例。

遗憾的是，到2017年接近4年的时间过去了，事情好像并没有按维维股份管理层设想的那样。

我们先看枝江酒业。根据维维股份2015年年报披露，2015年枝江酒业的年收入下降至10.65亿元，这已经是自2011年以来，连续4年下滑。

再看花了3.57亿元巨资收购的贵州醇。收购后的贵州醇经营业绩不但没有好转，反而每况愈下。2013年全年亏损了8822万元，亏损总额甚至超过年总营业收入。2014年、2015年的亏损额度虽有下降，但是2015年的营业收入与收购前的2011年相比，已经下滑了30%。

豆奶、饮料和白酒是维维股份的三大营收支柱。从销量上看，维维股份的白酒销量同比下滑26.45%，与白酒的营业收入下滑基本相当，说明维维股份的白酒业务并不顺利。

维维股份涉足白酒行业，为什么每况愈下呢?

首先，有地域性与股权结构问题。白酒是一个地域性非常强的行业，而且业绩与当地政府有紧密的关系。在中国做得成功的白酒公司无一例外都离不开当地政府的大力扶持，包括洋河股份、郎酒等公司在内都是如此。而维维股份收购来的枝江酒业和贵州醇，当地政府与管理层持股比例极少，股权结构上已经让维维股份在枝江酒业和贵州醇的运作中处于不利之地。

其次，白酒行业正发生着消费升级。这几年来，茅台、五粮液等一线品牌以一天一个价的速度火箭上蹿，泸州老窖甚至在2016年11月就提前完成了全年销售目标。

白酒行业越来越朝高端消费升级的趋势已非常明显。

品牌价格化也已经成为消费选择的一个重要特征，一个品牌代表一个价位，一个价位的消费需求集中到一个主流品牌上，900～1000元/瓶的茅台，600～700元/瓶的五粮液，300～400元/瓶的剑南春……白酒消费升级，这对厂商打造品牌提出了新的要求。

然而，维维股份显然没有赶上这一波白酒行业消费升级的风口，全线产品定位中低端。早在几年前，就有行业人士指出，白酒市场发生了巨大的变化，酱香型高度白酒正逐渐走俏。但这并没有引起维维股份的警觉，仍以低度浓香型白酒为代表的贵州醇主打市场，结果一步步变成低端白酒的代名词。同样，双沟酒业的主力产品珍宝坊系列的价位也多集中于100～300元。

由于白酒行业的消费升级以及管理层团队，维维股份的白酒业务市场份额正不断被蚕食。

最后，80后步入中青年，正在成为酒类消费的主力。80后是伴随着改革开放成长的一代，是伴随着互联网带来的信息对称成熟的一代，是更加理性消费的一代。所以，白酒品类的选择将更加多元化、线上线下多渠道化，以及更加个性化、小众化。而维维股份显然没有意识到时代的变迁，仍沿用自身的销售渠道，虽然维维股份拥有很强的销售渠道，但是豆奶粉的销售渠道与白酒的销售渠道具有很大的差异性，并不是将白酒简单地放入原来豆奶粉的渠道中销售那么简单。

距2006年第一次收购双沟酒业到2016年，维维股份涉足白酒行业已达10年之久。在这长达10年的时间里，维维股份赶上了白酒行业的黄金十年，收获的却是满满泪水，令人唏嘘。

4.没有比较就没有伤害

牛奶与白酒作为维维股份目前的三大业务之二，试想，如果当年维维股份的管理层入手的不是乳业，而是与豆奶粉更加相关的植物蛋白饮料业务，那么结局是不是会有所不同呢？

植物蛋白饮料这个品类随着近几年的发展，市场规模已经逐渐超越国内碳酸饮料。根据《中国蛋白饮料市场洞察与机遇》披露，2015年中国植物蛋白饮料的市场规模已经达到799亿元。

同为上市公司的承德露露，在1998年时，全年收入就达到5.57亿元。但即使如此，承德露露的营业收入却还不到当时维维股份的1/2，维维股份在1997年就达到了最高的13亿元的年销售总额。

这么多年过去了，始终专注于植物蛋白饮料的承德露露，2015年的年销售总额已经达到27亿元，净利润高达4.63亿元。

当年营业收入是承德露露两倍的维维股份，2015年的豆奶业务总营收只有14.89亿元，公司的净利润常年徘徊在1亿元左右。承德露露不是孤案，2005年才创立的六个核桃，销售额做到了150亿元。

历史无法推倒重来，放弃商机无限的植物蛋白饮料去拥抱多元化，让维维股份痛失16年企业发展期。维维股份管理层的这个教训，不可谓不深刻。

5.“一粒豆”衍生“大食品”

时光回到2016年，维维股份又提出了“大农业、大粮食、大食品”战略。业务绕了一大圈，再次回归农业，由一粒豆想做“大农业、大粮食、大食品”。

“大农业”是指：打造产业集群，建设“绿色、生态、开放”的现代化农业；

“大粮食”是指：布局优势区域，推动“收储、加工、贸易”一体化运作；

“大食品”是指：丰富产品结构，倡导“欢乐、健康、共享”的品牌文化。

“大农业、大粮食、大食品”战略，本质上还是维维股份这些年一直筹划的多元化产业发展模式，具体是将包括豆奶、营养性饮料、白酒和休闲保健类食品等在内的业务全产业链化，即拥有终端销售品牌的同时，并涉及这些食品的上游，即生产、加工、仓储与交易等环节。

维维股份已经在江苏、河南、黑龙江等地建立了粮食生产与仓储基地，同时，还联合中纺粮油、昆仑万维设立大宗农产品现货交易平台。维维股份拟打造集收储、加工、贸易为一体的粮食综合产业园。

2016年8月27日，公司发布了关于“维维乳业有限公司拟股权转让所涉及的维维乳业有限公司股东全部权益价值评估报告”的公告，这意味着维维股份将退出经营了十几年的乳业。

这也意味着维维股份已经下定决心围绕“大农业、大粮食、大食品”战略做文章。事实上，这一战略早在2000年维维股份就应该去做，因为作为豆奶品牌第一品牌的维维股份，在公司上市之后，很快就会遇到增长的天花板，那么一个风险比较低的方向就是纵向多元化，即向食品的上游发展。

16年已经过去了，维维股份在经历了一系列的战略多元化之后，重新回到了起点。

围绕自有终端品牌纵向多元化成功的案例为数不少，但是失败的同样数不胜数。所以，即使经历了十多年的迷茫和尝试之后，维维股份现在重捡起2000年的业务，再次纵向多元化发展，结局会怎么样，我们拭目以待。

第19章
五粮液：从市场情绪谈起

截至2016年1月26日，贵州茅台的市盈率为26倍，五粮液的市盈率为21倍，前者的市盈率是后者的1.24倍；两者都是在2014年1月到了一个阶段性低点，贵州茅台上涨了277%，同期五粮液的涨幅为180%，前者的涨幅是后者的1.54倍。

2012年，五粮液的总收入达到272亿元的巅峰，净利润为99亿元，净利率达到了36%。那一年，公司的市盈率最高约23倍，而巧合的是在2015年的疯狂牛市之下，市盈率也只到了这个位置。

2012年年底出现了“塑化剂”和“八项规定”两个重大外部事件的冲击，五粮液的市盈率在一年后跌到了史无前例的6倍，但随后就实现了报复性地上涨，整个2014年的涨幅为85%。

但如果我们去看公司的业绩，就会发现2014年的收入实际上出现了更大幅度的下跌，所以整个2014年的上涨只是一次基于投资者过度悲观的估值修复。

虽然公司的收入在2014年已经触底企稳，并于次年实现了微弱的反弹，但距离2012年的巅峰仍然很远，随着股灾的降临，估值最终未能实现实质性的突破。那么与2014年不同，2015年的上涨是来自对未来预期的过度透支。

根据最新的报告，五粮液的酒类收入在2016年上半年为124亿元，同比增长17%。五粮液的核心单品“普五”在2015年进行了两次提价，先是在3月将659元/瓶的出厂价上调至679元/瓶，接着在9月上调至739

元/瓶，是有史以来的最高价，全年涨幅为12%。所以下半年收入高于上半年是大概率事件，那么2016年的收入可能会非常接近2012年的巅峰。

假设我站在2014年年初，并且清楚地认识到2014年五粮液会更差，要到2015年业绩才会反弹，只看基本面的话，我依然是不会买入的。因为我不清楚市场会怎么反应，业绩更差意味着估值可以更低，谁能肯定接下来一年市盈率就不会跌到1倍呢？1倍的市盈率代表再跌83%，但巴菲特也只是告诉我做好跌50%的准备而已。

2017年1月在一个投资群里有一次讨论挺有意思，有人提到投资股票最重要的是买很便宜的股票。这个观点是无法反驳的，因为低买高卖永远都是正确的。但是光有一个观点而没有方法，并不具备可操作性，最后就变成“道理我都懂，但还是赚不了钱”。

如果我们去看指数，就会发现2014年也是上证指数近几年的一个低点，而五粮液在当时比指数大约早了5个月开始启动行情。

当五粮液跌到6倍的历史最低市盈率的时候，首先可以明确的是整个下跌过程就是我们俗称的“杀估值”，背后的原因是情绪上的过度悲观，这和牛市时的过度乐观同出一辙。这个过度悲观不涉及未来，而是基于已知的事实，例如我们知道五粮液在2013年的收入只下降了9%，但股价居然比2012年的最高点下跌了62%！

估值修复的本质就是情绪修复，而单个板块或者单只股票会被股市整体的情绪所影响，也就是说，如果我们比较有把握大盘也是在一个底部，那么胜利的天平是向我们倾斜的。那么如何判断大盘已经接近底部呢？股市永远都是在牛熊交替中前进，所以最最最简单的方法就是看时间。2014年年初，上证从2009年的小牛市高点已经下跌了接近4年，而上一波从2001年的顶点到2005年见底也不过就是4年时间。

之前在雪球上看到一个跟踪五粮液很久的球友的帖子，他从2009年年底开始研究并买入五粮液，但一直被套。我看了他每一个关于五粮液的帖子，整整25页，底下的评论我也全部阅读了，最感兴趣的是他在最高点和最低点时是什么样的想法。

首先，即使他持续跟踪了五粮液数年，但在顶点时和普通人并没什么区别，一样很兴奋，很乐观。

其实这无可厚非，毕竟“塑化剂”和“八项规定”属于外部事件，是无法预见的。但事件发生后确实有些过度乐观了（五粮液2013年净利润下跌18%），当长期研究一个公司之后，通常都会产生这样的偏见。

在股价最低点时他的想法非常值得借鉴，也是我常用的一个很简单的方法，就是去设想一个非常极端的场景，例如这里的业绩在一年内再下跌50%，如果在那样的情况下还是便宜，那就真的是便宜。

而2017年1月的市值已经达到了1405亿元，距离1457亿元的巅峰市值还有不到5%的空间，但2016年前三季度的净利率只有29%，离2012年的36%还足足差了7%。

当然，五粮液还是有非常多的人推荐的。

第20章
洋河股份：什么样的酒是好酒?

在现实生活中，我们经常会听到品酒的人说这是一瓶好酒。西方也有一句名言："Life is too short to drink bad wine."

那到底怎样的酒是好酒呢?

曾经有个广告这样给出它的答案："入口柔一线喉。"按这个广告的定义，入口柔，喝后一股热流从喉至胃的是好酒。

当然，其他的白酒广告词中也或多或少给出了他们眼中的好酒的定义：历史传承、清香醇厚、入口绵柔、品味人生、回味无穷。

但是，可以说大多数白酒公司都陶醉在自己的历史传承中。历史传承是一个非常好的卖点，但是能比得过茅台、五粮液、泸州老窖吗？即使所有的白酒都具备历史传承的特点，那也不必从历史传承的角度来做广告，因为那样无法获得差异化，更无法获得品牌溢价，除非你是茅、五、泸。

这里做一个假设，如果你是一家酒厂的董事长，你怎么去定位你的酒？怎么去卖你的酒？怎么为你的酒厂赚钱?

在股票投资中，很多人都会说在某某股票上赚了多少，也很多人会说某某股票曾经涨了多少倍，但很少会说某某公司的钱是怎么赚来的。

会说的也顶多就是说我相信这个公司的老板，去年这个公司营收增长30%，今年大概能增长20%以上。

与其这样，还不如买成指数，或者看看K线图，跟跟庄，至少你知道你的钱是怎么赚来的，也知道你的钱是怎么亏的。

重新回到如果你经营一家酒厂怎么卖酒的问题。时间回到1999年，如果你是洋河的总经理，你会怎么做?

1999年，靠洋河大曲苟延残喘的洋河酒厂已经濒于没落，市场占有率只剩一点零头。整个集团效益下滑、经营困难，已经到了举步维艰、濒临破产的地步。

你是公司董事长，你怎么让公司起死回生，获取收入和现金流?

在那年头，公司的董事长也不傻。产权不清晰，自己让公司起死回生了，最后也可能没捞到半点好处，没准成第二个李经纬。

所以直到2002年，洋河集团在中介机构的帮助下，进行了以减员增效为主要内容的第一次改制，先后完成清产核资、组织机构调整及人员定编等工作，最终确定总体改制方案，剥离不良资产、清理呆坏账和精简人员。

同年12月底，以洋河集团为主要发起人，联合上海海烟物流发展有限公司等6位公司法人和杨廷栋等14位自然人，共同发起设立了洋河股份，并获得江苏省政府的批复同意。

新成立的洋河股份就面临前面提到的问题，卖什么酒?卖给谁?怎么卖?

最先需要回答的问题是卖什么酒，有了产品后才想卖给谁和怎么卖。如果延续洋河大曲原先的路线，洋河肯定是没戏的。如果宣传历史悠久和传承，帝王将相文人骚客曾经引用这款酒，洋河面临的竞争是巨大的。

这里非常佩服洋河，在那个时候就能放下传统酒厂的围绕着历史、传承、人生等用烂的词语做文章，而是在真正思考消费者的诉求，**特别是年轻消费者的诉求：在这些年轻人眼里，到底什么样的酒是一款好酒?**

经过调研，洋河发现消费者需要的是一款高而不烈、低而不寡、绵长尾净、丰满协调、饮用时感觉舒适的不上头的白酒。

消费者的饮用舒适和不上头这两个诉求特别重要，在长三角地区，由于商务应酬人士较多，这些商务人士在当天喝完白酒之后，第二天还必须得上班。这就让不上头的诉求显得更加重要。如果无法达到这两个诉求，只是宣传历史、传承，消费者是不会买账的。

找到这个定位和突破口后，洋河所有的设计都围绕这点。设计错开传统的红、黄色，采用经典蓝色，做到差异化；关于瓶身的设计，听说也有一段故事，这里不详细说明。不过这种瓶身与颜色的配合让人能够联想到蓝宝石和钻石的那种高贵和轻奢。

广告词也完全不提传承和历史，一句在小学一年级就会背的“世界上最宽阔的是海洋，比海洋更宽阔的是天空，比天空更宽阔的是人的胸怀”改成“世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”，体现年轻时尚的感觉。

洋河通过这种定位，找到了目标客户，也找到了合适的广告宣传，但如果没有渠道，对于一款并不知名的蓝色与海洋和天空的白酒，渠道怎么给你推?

如果你直接参考茅台、五粮液的推广，那么你肯定是死路一条。因为茅台、五粮液的经销商是抢着进货，但洋河不是这样。

这个非常像现在的饮料消费品，像红牛、可乐这样的饮料，渠道不用你宣传也会进你的货，即使是当红牛、可乐的搬运工，也没啥怨言，但早期的加多宝，如果你也想让经销商帮你推，那么你的产品必死无疑。

很多人说加多宝在早期渠道突破的时候学了早期啤酒的推销，在我看来，洋河早期在白酒的渠道推广上也是学习了啤酒的推广**——厂家业务人员全面介入终端管理。**

即使现在，我们也可以看到，在洋河1.3万的员工中，超过30%以上的都是销售人员，相比茅、五的3.04%和1.88%，洋河可以说几乎是把销售当成公司的一个主战场。

在销售这个主战场，洋河采取重点攻破社会资源人士的办法。

在江苏省内，毋庸置疑，首先这些销售人员与政府部门、企事业单位成立销售公司，相当于把这些手上有资源的社会人士变成公司的经销商。把这些人变成经销商的好处是他们不但自己的企业公司聚会、商业谈判会采购洋河的白酒，而且他们还会利用他们的社会资源和网络推销洋河的白酒。

即使这些社会人士不帮助推销洋河的白酒，这些人也是白酒消费的核心消费人群，一年也帮洋河消费了不少白酒。

当然，在江苏省内，洋河之前的背景以及背后的政府资源不是谁都有的。不过即使背后有一定的资源，要覆盖整个江苏还是难度很大的。

所以洋河在江苏的崛起与这批深耕江苏市场的销售人员是分不开的。这批销售人员能够找到这些社会资源人士的突破口，让这些人参

与到洋河的销售中，甚至将其发展为经销商为公司所用。这些经销商背后的资源比传统找一家经销商的优势大多了。

在销售人员拓展市场的同时，公司同时在央视打出广告树立品牌形象，为这些销售人员的销售提供重要的保障和宣传依据。从每年洋河的广告费用我们可以发现，销售只有茅台二分之一的洋河的广告费用却与茅台接近，说明洋河在广告方面还是下了血本的。

有了江苏省内的基础，洋河开始了省外扩张。在省外的打法与省内的打发有些类似，也有些不同。

以在郑州市场的打法为例，把江苏宿迁在郑州当官、经商等有头有脸的成功人士，通过召开“江苏籍在郑工作人员联谊会”即同乡会的形式，成功召集起来。

有了这些同乡的社会资源之后，洋河酒定期给这些在郑州的有资源的老乡送酒，每两三个月送个两三箱。这些高端政界及商务人士，拿到一定数量的免费赠酒，都会放到自己车内的后备箱，因此，与朋友聚会、请客送礼、家人小聚等，都会从后备箱里拿出“家乡酒”，并大力向亲朋好友推荐。

随后，很多餐饮酒店经常有询问该款产品的消费者，餐饮终端老板也不得不到处询问在哪里可以进到这款酒。洋河最后迅速在市场铺货，迅速占领了郑州的白酒中高端市场。

其实，现在的很多产品走网红路线也是同样的道理。因为网红手上有资源和流量，所以借助网红推销能达到一定的效果。但洋河通过家乡酒的情怀找到外地的有社会资源的同乡人士，让他们做品牌背书，这招着实厉害。

所以，洋河的整套组合拳的打法与茅台、五粮液完全不同。

洋河无法基于历史传承做文章，当时也没有现成的经销商渠道，那么只能从产品、渠道、营销、定位与之前的白酒厂商做出差异化。

当然，五粮液原董事长王国春也曾经提到，洋河最值得学习的地方，是产品。他说："浓香型八大名酒之一的洋河当初为什么差点倒闭，而走绵柔型路线后又是怎样崛起的？其实还是由于消费者在改变，市场需求在改变。产品时销和适合口感是产品营销的基础。"

在我看来，洋河值得学习的不只是产品，还有它的渠道搭建、管理，产品营销的能力，以及对市场的洞察能力。

当广告行业从传统往互联网、移动互联网转的时候，洋河拿下微信朋友圈第一条酒类广告。

当电商也往手机端转型，很多人通过微商赚了一大笔钞票的时候，其实洋河股份也已经早早试水微商，开通了洋河1号。我们看52°的天之蓝已经卖了3.3万件，如果你试用了你会发现他们也早早试水了O2O，因为你买的货都是从离你最近的地方发过来的。

当很多投资者反应过来，原来自媒体是一个很大的流量入口的时候，洋河战略入股了微酒**（微酒有一个自媒体公众号，还挺多人关注的）。**

所以随着渠道、营销的变化，洋河完全可以实现在自己的公众号里面介绍自己的酒，然后把流量导流到洋河1号，最后就近的经销商负责发货。

说了那么多优点，接下来说点洋河的瑕疵吧。

洋河之前深陷“散酒门”风波，媒体报道洋河每年在高县采购散酒的量超过4万吨。其实稍微有点常识的人自己想想，洋河每年卖20万吨酒，茅台卖两万多吨酒，洋河能有那么多原酒给你喝吗?

所以在外面采购基酒是很正常的事情，而且采购的基酒不一定会比它自己酒窖里面的差。这点我就很不懂这些媒体和喝酒的人，如果我说这基酒是从茅台、五粮液那里采购来的，喝酒的人应该更开心才对啊。我只能说，这行水太深，不是我等能深入了解的。

当然，最近我们调查惊闻，洋河每年需要采购4万吨的原酒厂业绩大降，债务缠身，经营困难。原因是洋河前两年自己收购了一堆原酒厂，不在这家原酒厂进货了。

无论怎样，洋河的各种打法还是值得各行各业的企业家学习思考的。

如果你买了洋河的股票，你现在知道洋河的酒是怎么卖出去的了吧。

第21章
山西汾酒：研制鸡尾酒，推出女性酒？

山西汾酒是我国四大名酒之一（其余三个是贵州茅台、泸州老窖、陕西西凤酒），其历史可以追溯到公元561～564年，距今已近1500年。

小时候学古诗有一句："借问酒家何处有，牧童遥指杏花村。"

里面的杏花村就是山西汾酒的子品牌。据山西汾酒的考证，古诗中的杏花村就在山西省汾阳市杏花村镇东堡村附近。

目前，中国四大名酒除西凤酒已经在A股上市，山西汾酒是中国第一家上市的白酒公司。早在1993年11月山西汾酒便发行股票，募集3.7亿人民币，价格为3.5元/股，市盈率12倍。1994年上市的时候，开盘价为7.21元，涨幅110%。

如果我们回顾山西汾酒这二十多年的表现，其最高速的增长来自中国白酒的黄金十年，其销售额从5亿元左右最高增长到60亿元，增幅达12倍。这个成绩与茅台相比不算出众，茅台从16亿元增长到300多亿元，增幅20倍。

同时，近些年山西汾酒的净利润率是低于同为四大酒的茅台与泸州老窖的。

我想，这一切背后的主要原因是酒的定位以及营销存在问题。目前山西汾酒主要有汾酒、竹叶青酒、白玉汾酒、杏花村酒、杏花春、芦清王酒、老白干等，大大小小SKU（库存量单位）应该在200个以上，而没有类似飞天茅台或者五粮液之类的"大单品"。

这样的问题仿佛就是郎酒改制前遇到的问题，没有一个清晰的战略性产品定位以及营销规划，而郎酒在改制后解决了此问题，创造了销售奇迹。

在我看来，让人感到十分惋惜的是，山西汾酒并没有真正去思考这些问题，而是在做一些表面的工作，比如“重新设计广告以及通过新媒体传播”。

同时，山西汾酒并没有去战略统筹其产品线，而是在不断推出新品。而这些新品，在我看来是缺乏市场检验的，或者说是需要教育用户的。

比如山西汾酒推出的“意会自调酒”，是想培养年轻用户买回白酒，并与其他饮料搭配来喝。

比如山西汾酒推出的“玫瑰汾酒”，主要针对女性用户。

我想如果汾酒看了我们之前做的一个小调查，也会知道这些新品的推出是多么多么难，因为其受众以及消费场景的定位真的让我看不懂。

我想，山西汾酒真正需要做的并不是去研制鸡尾酒，推出女性酒，而是将山西汾酒现有的品牌与定位重新梳理，学习郎酒那样系统的打法，也许才能不辜负杜牧的诗句以及“中国四大名酒之一”的称号。

最后，建议山西汾酒也将自己的主页做下升级，我不得不说它是我看了这么多上市酒企主页里面做得最差的。

威士忌品牌：尊尼获加

看到尊尼获加（Johnnie Walker）的“Keep Walking·永远向前”的广告语，你是不是会想到安踏的广告语——“Keep Moving·永不止步”？

不过，尊尼获加并不是个卖鞋的，而是一个卖苏格兰威士忌的，准确地说它应该是全世界最大的苏格兰威士忌生产商。

Johnnie Walker的商标由Alexander Walker注册于1877年，而威士忌名称的来历则是由于Alexander的父亲叫John Walker。

在John Walker过世之后，Alexander子承父业，经过努力尝试，调出了一种全新的调配威士忌，这就是后面非常有名的“老高地威士忌”。

这里有一个非常重要的细节是，当Alexander研制出了“老高地威士忌”之后，他非常聪明地找到了出海远航的各位船长。当时，英国正处于工业革命的浪潮之下，经济飞速发展，全球贸易日益紧密，英国作为当时全世界的中心，自然也是全球贸易的中心。

没过多久，这些漂洋过海的船长就将Alexander研制的“老高地威士忌”带向世界各地，渐渐地，Johnnie Walker品牌也闻名于全世界。为了减少威士忌在运输过程中的破损，Alexander开始使用方形瓶以减少远航运输中的碰撞。

到1920年，尊尼获加威士忌已畅销全球一百二十多个国家。1925年，最终由Distillers公司将Johnnie Walker、Dewar's（帝王）和Buchanans（布坎南）三个威士忌品牌收购。

在此后的近半个世纪里，尊尼获加通过两款产品：红方威士忌（大众消费）和黑方威士忌（高端消费）垄断全球的威士忌市场。

但是，到了20世纪80年代，威士忌的市场销量下滑，品牌形象越来越老化，尊尼获加同样也面临这个问题。其实，目前的很多大众品牌，例如宝洁、联合利华等公司，也面临当年尊尼获加所遇到的问题。

尊尼获加的解决方案是品牌扩张，重新定义品牌，并推出符合当下年轻人口味的威士忌。

在随后的几年时间里，尊尼获加逐步打破遵循了近一个世纪的两款产品的传统，开始推出混合新型尊尼获加威士忌：蓝方威士忌、醇黑威士忌、金方威士忌、绿方威士忌、铂金威士忌等。

新型混合威士忌的推出迎合了时下年轻人的口味，尊尼获加获得巨大成功，销量首次突破2000万箱，成为当之无愧的威士忌之王。

不过，早在1986年尊尼获加的母公司Distillers被酿酒巨头Guinness（健士力）收购并更名为United Distillers公司。到了1997年，United Distillers又与Grand Metropolitan合并成为帝亚吉欧公司（Diageo）。

帝亚吉欧旗下品牌众多，除了从United Distillers合并过来的Johnnie Walker和Guinness以外，还包括最有名的伏特加品牌Smirnoff以及深受女性消费者喜欢的爱尔兰威士忌品牌Baileys（百利）。

除了众多的全球性品牌之外，帝亚吉欧旗下还经营众多的地方性品牌。当然，也包括中国的白酒品牌——“水井坊”。

帝亚吉欧百分百控股四川成都水井坊集团有限公司，四川成都水井坊集团有限公司持有39.71%的四川水井坊有限公司股份。

目前帝亚吉欧已经是最大的威士忌品牌公司。根据2016年8月份披露的年报，2016年，帝亚吉欧的年营业收入为156亿英镑。在2015年，帝亚吉欧市值最高的时候超过800亿美元。

作为世界曾经最大的威士忌品牌公司，与国内的茅台、五粮液相比，帝亚吉欧的盈利能力只算是中规中矩，毛利率多年维持在60%的水平，净利润率维持在20%的水平。

不同于国内的白酒、啤酒公司毛利率的严重分化，实际上，海外的威士忌公司也好，啤酒公司也好，一般都能做到50%～60%的毛利率，10%～20%的净利润率。

由于帝亚吉欧没有公布每个品牌的具体销量，所以我们也无从得知像主要品牌如Johnnie Walker、Smirnoff、Guinness的销量。

不过，帝亚吉欧公布了各个地区的销量。销量最大的是亚太地区，销量第二的是北美地区，全年销量4700万箱，帝亚吉欧全年总销量为2.46亿箱。

虽然亚太销量最大，但是销售额最大的是欧洲和俄罗斯地区，销售总额达到45.93亿英镑，而销量最大的亚太地区的销售总额只有40.22亿英镑。

这说明亚太地区的销售单价远低于全球其他地区，当然也可能与亚太比较多地销售Guinness的啤酒有关。

帝亚吉欧是一个非常稳定的公司，公司的业绩就如同Johnnie Walker的广告语“Keep Walking·永远向前”那样，常年保持几个点的增长。

一个如此大的跨国公司，在2008年金融危机时公司股价跌幅也超过50%，最低跌到34美元，2013年公司股价最高达到120美元，市值为

870亿美元，目前为670亿美元。

威士忌品牌：Jack Daniel's

去过不少葡萄酒厂，印象比较深的还是Napa Valley的葡萄酒厂，环境非常不错，而且酿酒工厂的设备也挺现代化的。

虽然没有去过威士忌酒厂参观，在我的想象中，威士忌酒厂应该与看到的葡萄酒厂一样现代化。这些天看了不少与威士忌相关的东西，也喝了不少威士忌。除了前面提到的Johnnie Walker，当然少不了最具声望的苏格兰威士忌Chivas Regal（芝华士）和美国最畅销的威士忌品牌Jack Daniel's（杰克丹尼）。

看到那些花花绿绿的威士忌酒瓶，眼前浮现的是一幅现代化工厂在加工包装这些威士忌的场景。因为没有去威士忌酒厂看过，所以具体里面长啥样，也无从得知。

不过幸好，还是有好奇之人去参观过威士忌酒厂，而且拍成了视频。食品的拍摄地是美国最畅销的威士忌酒——Jack Daniel's的酒厂，在美国田纳西州的Lynchburg（林奇堡）。

感兴趣的，可以搜索"Jack Daniel's黄金之旅"观看。

在视频中看到的场景有点让人诧异。要知道Jack Daniel's的母公司百富门是一家年收入超过40亿美元，公司市值超过100亿美元的公司。而这样的一家公司的酒厂竟然只有一个酿酒师，而且还坚持用如此传统的糖枫木炭柔化法来蒸馏威士忌。

坚持这些笨办法，却把一款威士忌品牌做成了全美国最畅销的威士忌品牌。更不可思议的是，Jack Daniel's的品牌自1866年创立以来，总共只有7位酿酒师。

与Johnnie Walker一样，Jack Daniel's的名称是来自创始人的名字。Jack Daniel先生出生于1850年，他7岁的时候就受雇于一个传教士，最早的酒厂属于这个传教士。

后来，传教士由于要完成上帝的指引，去世界各地传教，将酒厂卖给Jack Daniel。经过Jack Daniel多年的研究以及坚持较为苛刻的加工工艺，终于Jack Daniel的威士忌获得“田纳西威士忌”的美名。

在1904年密苏里州的圣路易斯世界博览会上，Jack Daniel向大家展示了他最为经典的“Old No. 7”威士忌。也正是在那一年，“Old No.7”获得了那届威士忌评比的金牌，并被称为世界上最好的威士忌。

现在，Jack Daniel's的“Old No.7”威士忌距上次获得金牌，已经过去了一百多年。在过去的一百多年时间里，Jack Daniel's获得过无数殊荣，也成为全美最畅销的威士忌品牌。

根据百富门公司的年报披露，2015年百富门总共卖出4048万箱的威士忌与伏特加，其中Jack Daniel's品牌总共卖出2232万箱威士忌，按每箱100美元的出厂价计算，那么意味着每年Jacke Daniel's为百富门贡献超过22亿美元的收入。

当然，全世界哪儿都一样，卖酒的都是要收两道税的。

2015年，百富门的营业总收入是40.96亿美元，首先交了9.62亿美元的营业税。税前收入是10亿美元，再收了3.18亿美元，最终净利润为6.82亿美元。

我们曾提到，海外的烈性酒公司的营业状况不会像国内白酒公司两级分化那么严重。作为全球最大的烈性酒公司的帝亚吉欧，毛利率能控制在60%左右，净利润率也能维持在20%上下。

虽然百富门的规模比帝亚吉欧小不少，但是百富门的毛利率同样维持在60%左右，净利润率能够维持在20%上下。

最后，我们再看看Jack Daniel's的母公司百富门的股价走势，这是一个标准的消费品公司的走势。2001—2005年、2009—2015年是过去17年的股价快速上涨的两个时间段。其中，2008年金融危机股价最低下探到7.5美元，2015年达到最高的55美元。

与帝亚吉欧的股价相比，百富门的股价还是给力得多，虽然从金融危机以后这种涨幅的公司一抓一大把，但是在二级市场上，涨得慢、回撤小是消费品的一个重要特点。

事实上，像百富门这样的企业，更适合大规模的资金长线持有，等到公司股价滞涨或者业绩达到一定的瓶颈之后，也有足够的时间和空间跑路。

最后，很不好意思地宣传一下我们的WX公众号，三钱二两，欢迎大家关注。

第22章
郎酒：中国白酒首富

2012年福布斯中国富豪榜，汪俊林以81.9亿元身家名列中国白酒首富。

可能很多人都不知道谁是汪俊林，但如果说起汪俊林执掌的郎酒，我想世人皆知。汪俊林于2001年收购郎酒，将当时收入不足3亿元的郎酒通过10年时间，打造成销售过百亿的中国名酒。

2011年，郎酒的销售额就突破了100亿元（那时候，泸州老窖的收入是83亿元），而光上缴国税就超过16亿元，占泸州市国税收入的1/5，成为泸州市国税第一纳税大户。

那这一切是如何做到的呢?

1.2001年的转折点

2001年对郎酒来说是一个分界点，这一年郎酒改制。

在2001年1—5月，郎酒销售额同比下降了65%。当时郎酒的情况，汪俊林回忆道："当时的郎酒销售3个亿，减去财务成本7000万元，还剩2.3亿元，再减去3000名职工一年的工资、社保、医疗成本6000万元，还剩1.7亿元，再支出8000万元广告费和销售费用，一年税上缴1亿元给政府，几乎就没有剩余了，而生产成本、包装采购加上机器折旧都没有算在里面，**我们就是装水卖，都会亏。**"

其实郎酒这样的情况是当时整个白酒行业的写照。我们曾经讨论过20世纪90年代的白酒疯狂。实际上，从1996年开始，白酒就成了社会舆论的“众矢之的”，当时社会掀起了“倒白”运动，其主要的原因是公务消费导致白酒失控。后来，各部委发文，一方面要求控制公款消费，另一方面也控制白酒广告的投放。1997—1998年，受秦池“勾兑”影响加上亚洲经济危机，大量广告酒死去，而茅台也开始降价，标志着整个白酒行业进入寒冬。

整个白酒产量从1996年高峰的800万吨降到2002年的390万吨，而2002年整个白酒行业的净利润总和仅为32亿元。从整个产业看，白酒行业经历了一个长达5年的寒冬。

那为什么汪俊林会在2001年买下这么一个“卖水都会亏”的公司呢?

我们先来看看2001年改制后的郎酒有哪些变化。

2．2002—2012年的黄金十年

当汪俊林买下郎酒后，他是怎么做的?

当时郎酒自身的情况是，在产品方面，郎酒的品种众多而杂乱，同主要竞争对手的产品价格差距越来越大，在消费者心目中的档次下降；在产品宣传方面，过分强调生产工艺和酿造环境，很难让消费者同自己的真实需要联系起来。

其实白酒基本上是一种非功能性的产品，白酒消费有极强的情感性，消费者对白酒的购买，尤其是品牌的选择，有很大的冲动性。所以郎酒制定的策略便是：主推价格和档次较高、利润空间较大的产

品，将增加的利润用于激发消费者对郎酒的情感，建立对郎酒的偏好，同时大大强化终端工作，通过铺点、陈列和促销，刺激消费者购买。

汪俊林提出把郎酒现有的21个部门减为9个，提出的目标是2002年节约成本1000万元，如果完成任务，就用利润的30%作为职工的奖金。同时，他将原本一百多个SKU减少到18个，这十几款酒把郎酒的平均利润率提高了20%以上。

2003年，郎酒推出“红花郎”。红花郎的广告词是“酱香典范”。这个广告词在很多国际大牌广告公司的眼里，可能就叫没有创意。但我想这4个字，很好地传递了红花郎的定位（其价位在300元以上，紧跟茅台），并且能引起争议（茅台也许才是一般人心中的酱香之王）。同时，红花郎的名字与瓶身设计突出的“红”十分符合中国人的传统与喜好。

同时，郎酒提出“群狼战术”，即每一个品牌都有一个相对独立的品牌定位、价格区分，以及渠道策略，而红花郎作为“头狼”来进行整个营销的部署。

值得一提的是，在渠道策略上，郎酒并没有采取茅台、五粮液等其他酒企常用的地区总代理制、总经销制，而是采用扁平化的渠道管理。以单一城市为例，郎酒会在这个城市找三五家代理商，这些不同的经销商会代理不同档次的产品，各自负责并服务好自己的消费群体。与此同时，郎酒会到每个城市开设办事处，帮助这些经销商开拓和维护市场，管控价格。

这黄金十年其实也是整个中国白酒行业的黄金十年，更是中国酱香白酒的黄金十年。2006年，茅台价格超过五粮液，标志着酱香型的强势归来。而郎酒的红花郎也凭借着自己的改革与大势，创造了销售奇迹。

3.2012—2016年的变故

2012年整个白酒行业遇到塑化剂事件，而汪俊林本人在2012年也遇到了坎坷。

2014年，传言汪俊林又回到了郎酒集团。2015年，汪俊林宣布正式“回归”，并再提出百亿销售目标。

在整个白酒行业不景气以及汪总消失的双重压力下，郎酒的业绩在这段时间也有了很大的下滑，同时也是争议不断。2013年，郎酒销售下滑30%至80亿元，2014年，郎酒出现千人罢工，一片哗然。

2015年，随着汪总的回归以及整个白酒行业的逐渐触底，2015年郎酒的销售额也稳步回升，同比增长30%。郎酒也签下了郎平作为郎酒的第一位代言人，并提出“喝郎酒，打胜仗”的广告语。

再次回到那个问题，为什么汪俊林会在2001年买下这么一个“卖水都会亏”的公司呢?

我想最主要的原因是郎酒这个品牌以及当时汪俊林对未来白酒市场的信心。郎酒其品牌价值我就不再赘述，郎酒这个品牌已有百年历史，并且1984年便获得“中国名酒”的称号，当时名列榜首。而其实对于酒类，最值钱的便是品牌（我们可以看到中国酒类一直就是这么几个品牌的天下，十分固化）。

而至于为什么会对白酒有信心，我想一方面是基于国家政策，2001年出台从量税政策，导致低端白酒彻底出局，这其实是开启了“名酒”的复兴之路；另一方面，就是中国人对白酒本身的消费习惯以及对中国经济未来的判断（2001年中国正式进入世贸，中国经济也走向了复苏）。

最后，我想借用郎酒副总裁李明政在2015年8月的一篇《可是他没有——我写郎酒董事长汪俊林》作为收尾，从中我想能看到这位中国白酒首富的一些风骨。

有次在北京和一个商家座谈。刚好落座，对方老板严厉呵斥她的助手，只因助手正在点一支烟。她说客人可以抽，自己人不能抽！霎时空气凝重、气氛尴尬，我一时受了点刺激，或者想声援一下那个助手。几分钟后，我点燃了烟。我看见老板把烟掏出来，拿在手里反复揉捏。他烟瘾大，我想他一定会点燃的。

可是他没有。

有次在北京赛特饭店门前，我们刚下出租车，突然高大的出租车司机跳下来，揪着他的衣服，说他咳嗽弄脏了车内垫子。司机言行过激，甚至以武力威胁。本来是场误会，随后司机半句道歉的话都没有，扬长而去。我说投诉司机。

可是他没有。

有次他得了一种“蛇缠腰”的怪病，医生说是过度劳累引发的。他把我们召集到医院的医生办公室开了个短会。安排工作后，我出于好奇问他这种病的症状，他三言两语就带过了。我还以为他会对这种病渲染一番。

可是他没有。

有次他对我说：“清醒地过一辈子，其实很难。有时我真想大醉一次。”因为家族遗传原因，他不胜酒力，平时应酬喝酒都只是沾一沾而已。而他50岁生日时，频频举杯，起码喝了一两多。说真的，我希望他暂时什么都不管大醉一场。

可是他没有。

有个朋友说，“我很尊重你们老板”，“有天中午我去你们公司，看见他端着盒饭，在过道里走”。我说他十多年一直和员工吃同样的盒饭，没什么稀奇的。我那朋友说：“不是亲眼所见，我都不敢相信。我想应该有单独的厨师给他做饭。”

可是他没有。

有次他去看市场，办事处经理不了解他只关注工作，不在乎形式的个性，组织员工献花，夹道欢迎，汇报工作时又是些花架子。他索性将该经理就地免职。他走哪里都是悄悄的，怕打扰别人。常人看来，身为董事长前呼后拥也是可以理解的。

可是他没有。

2011年公司销售突破100亿。庆功宴上，他突然端着酒杯上台宣布，所有员工每人额外发放3万元。回到席间，财务老总说：“老板，你算过没有，八千员工，二亿四，还有税金哟。”大家一起笑侃，老板你是不是喝醉了，乱表态。

可是他没有。

风波过去。他叮嘱大家要以此为鉴，要永远遵规守纪，依法办事，要有一颗感恩的心，感谢组织，要珍惜健康、自由，要快乐生活。他回到工作中立马召集公司有关负责人，连开三天会议，要求重树信心，转型升级，并为公司制定了一个宏伟的三年目标。大家原以为他可能心灰意冷了，至少应该有一段时间休养生息。

可是他没有。

第23章
伊力特：新疆茅台，回首过往，股价如初

提到伊力特，就不得不提新疆生产建设兵团。可能很多人对新疆生产建设兵团并不熟悉，新疆生产建设兵团是在新中国成立初期，由驻新疆人民解放军第二、第六军大部和第五军大部、第二十二兵团集体转业而成，是中国最大的兼具戍边屯垦，实行“军、政、企合一”的特殊社会组织。

虽然新疆生产建设兵团位于新疆维吾尔族自治区，但是生产建设兵团实行国家计划单列，享有省级的权限，自行管理内部行政、司法事务，并受中央政府直接领导。

所以，在大学的一门课上，主讲行政区划的韩老师曾说，中国实际上有35个省、直辖市和自治区，新疆生产建设兵团就是大家不熟知的第35个。

很多去新疆支教过的朋友可能会知道“石河子大学”，就是由教育部和新疆生产建设兵团公建的一所“211工程”重点大学。

1.伊力特白酒的起源

伊力特白酒，就是在当年新疆生产建设兵团转业的背景下诞生的。

1955年夏天，十团农场副业加工厂成立酿酒组，同年11月20日试制第一锅白酒。1957年，原酿酒车间迁往伊犁哈萨克自治州肖尔布拉

克镇的伊犁酿酒总厂，并称为“十团酿酒厂”，伊犁酒正式开始投产。

到1962年，白酒开始投放乌鲁木齐、伊宁等市场，伊犁酒逐步打开市场。在随后的岁月里，伊犁酒度过了一个漫长的历史沉淀期。

在沉淀期，伊犁酒也在不断进化和升级，包括1979年伊犁酒被评为地方名酒，同年变更商标为“伊力牌”。

此外，国务院前总理李鹏等人为伊力特白酒的背书，也逐步使得伊力特的品牌在新疆落地，并赢得“新疆第一酒”“新疆茅台”的美名。当然，因为新疆生产建设兵团的特殊身份，伊力特的发展自然也少不了中央政府背后的支持。

2.伊力特白酒上市

1999年9月16日，成立了44年的伊力特白酒终于在A股上市。股票发行后总股本为2.2亿股，发行价6.25元/股，市值接近14亿人民币。伊力特的股票新股一发行就被疯狂炒作，在1999年10月就创下最高价15.2元/股，市值33亿人民币。

花了九牛二虎之力终于找到当年伊力特上市时候的招股说明书。早在1998年，伊力特白酒的销售收入就已经超过4亿人民币，净利润达到7500万元。可以说，当年6.2元/股的发行价，总共14亿人民币的市值，对股民来说还是挺划算的。

但是，如果你是15元/股的时候接盘，也就是在市值33亿人民币的时候买入伊力特，那你的运气就有点差了。

因为你会发现，虽然伊力特酒的销售收入从4亿元增长到2016年的16亿元，净利润从7500万元增长到2.8亿人民币，但是市值只从你接盘

的33亿元增长到现在的66亿元。整整17年的时间，公司的市值只涨了1倍。

而如果你把时间轴缩短一点，从2009年开始看，2009年营业收入为7.44亿人民币，净利润为1亿人民币，市值为57亿人民币。

你会惊奇地发现7年以后，伊力特营业收入翻倍，净利润增长180%，而股价和市值如初。即使遇到千载难逢的大牛市，也只是因为股价跌了接近50%，才有后来的翻倍增长。

从2009年以来开始看好伊力特的股民不知做何感想，我也不懂一些股民为什么一次次被打脸之后还如此力挺伊力特，纵然你怎样力挺，但伊力特“股价依旧待你如此”。

不过话又说回来，像伊力特这样稳健的公司，在过去股价起起伏伏的7年时间里，10元附近买进，17元附近卖出，来来回回做N个波段，是不是能够稳稳当当地跑赢大多数基金呢?

其实，伊力特目前面临的问题是中国大多数消费品或者白酒所面临的问题：省内市场饱和，省外市场扩张艰难。

如果看白酒的销量，就会发现这一趋势非常明显。2015年，伊力特白酒销售量为3.2万吨，销售量同比下滑6.75%。伊力特的白酒平均销售价格约5.07万/吨，与安徽口子窖比较接近，卖的大多数是偏中低端白酒，因此价格的上涨抵销了一部分销量下滑带来的总营收的下滑。

事实上，早在2012年，伊力特白酒的年销售收入就已经突破17亿人民币。在当年，伊力特白酒在新疆外的市场的年销售就达到了4.45亿人民币；2016年，疆外的市场不但没有拓展，还略有下滑。

而占总营业收入72%的新疆市场的增长已经几乎停滞，2016年第三季度的季报披露，2016年1—9月公司营业收入为11.87亿元，同比增长2.44%。

值得庆幸的是，伊力特的新董事长还是熟谙中国资本市场之道的，大家别忘了，站在伊力特背后的是新疆生产建设兵团，未来随着党中央支持新疆发展，伊力特有望成为国企改革的试点公司。虽然我也不知道一个新任的董事长怎么能够从上而下地为公司注入改革动力。

虽然伊力特站在“国企改革”概念的巨人肩上，但个人认为公司未来增长的潜力匮乏，毕竟总人口才260万的新疆生产建设兵团以及剩下的2000万人口的新疆已经吃下了超过40%的白酒市场。

第24章
迎驾贡酒：何以在2016年白酒行业吊车尾?

都说2016年是白酒年，2016年A股股票基金赚钱的估计10个中有9个是买了白酒，而买了白酒的基金估计10个中有9个是买了茅台。

2016年白酒行业涨得还真不少。拿龙头老大贵州茅台来说，2015年12月31日收盘价是212元，截至2016年12月16日，茅台收盘价是327元，上涨幅度超过54%。再对比一下2016年的大盘，你就会发现原来茅台涨了那么多。

当然，既然说是白酒年，肯定不止茅台一家公司涨了。我们看水井坊，还有五粮液和山西汾酒可都涨了不少。

2016年为什么是白酒年，我们在文中曾有所提及。

茅台是限产还是真的产能不足我们不去深究，关键是茅台涨价了，而且还涨了好几次；五粮液涨价了，也涨了好几次；洋河涨价了，也涨了好几次；泸州老窖涨价了，也涨了好几次。

所以，如果2016年年初你能看到白酒的涨价趋势，或者通胀，那么你抓住白酒的这波行业增长应该问题不大。其实，要理解这点也不难，因为从2015年12月开始，黄金已经拉开了2016年“通胀”主题的序幕。

遗憾的是，即使2016年年初你深刻“参透”了“通胀”（涨价）的逻辑，如果你买到的是迎驾贡酒或者口子窖，那么你2016年的收益在白酒板块要垫底了。

截至2016年12月16日，A股整个白酒板块公司的股价涨幅，排在末尾两位的就是迎驾贡酒和口子窖。

这两个公司有很多相似之处，都是徽酒品牌，年营业收入都接近20多亿元，市值都接近200亿人民币，都是2015年A股上市，都面临产品消费升级的压力。当然，还有一个相似点就是目前的PE都不低，30到40之间。

那么，为什么在2016年整个白酒板块都表现不错的情况下，口子窖和迎驾贡酒这两个白酒公司的股价同年初相比却下跌了25%呢？

我们先翻看两个公司的业绩。

2016年上半年，口子窖的高档白酒营业收入同比增长了17%，中档白酒营业收入却下滑了20%。

2016年上半年，迎驾贡酒的中高档白酒营业收入同比增长了8.91%，普通白酒营业收入却下滑了10.18%。

虽然口子窖和迎驾贡酒的高端白酒的收入都在增长，中低端白酒的营业收入都在下滑，但是这两家白酒公司又有一些明显的不同。

首先，两个品牌的中高端白酒的比例具有很大的不同。

我们能发现，口子窖的高端白酒的比重高达91%，迎驾贡酒的中高端白酒的比重大约只有58%，如果扣除中端白酒，那么迎驾贡酒的高端白酒的比重可能就更低了。

前几年，在白酒行业内部有一个板块轮动，就是先涨高端白酒，然后中端白酒公司的需求起来，最后连低端白酒公司的需求也火爆，白酒行业的公司行情也轮番启动。

从迎驾贡酒和口子窖中，我们已经看到现在高端酒的需求非常旺盛，中端和低端白酒的市场在萎缩。当然，迎驾贡酒和口子窖这两个白酒公司不是特例。

个人认为这次不会再重现几年前的行情了，因为这次是“供给侧改革”和“消费升级”，中低端白酒比重高的公司只会越来越差。

除了高端白酒比重不一样之外，省内省外市场的差异也使迎驾贡酒和口子窖有很大的差异。

口子窖虽然83%的白酒市场都位于安徽省内，但是安徽省内的市场在2016年上半年获得了23%的营业收入，而省外市场的营业收入同比下滑了17.61%。

迎驾贡酒则有64%的营业收入来自安徽省内，36%的营业收入来自安徽省外，但是安徽省内和省外的增长都已经非常乏力，省内市场同比下滑1.68%，省外市场同比增长3.35%。

所以，从以上两个方面的对比中可以看出，虽然迎驾贡酒和口子窖几乎同为2016年白酒板块中表现最差的两个公司，市值和营业收入规模也相当接近，都同属于徽酒，但两者的区别还是很大的。无论是从产品的结构还是营业收入的增长上，迎驾贡酒都显然与口子窖有一定的差距。

未来随着白酒行业消费升级的进一步推进，如果迎驾贡酒没有及时更新其中高端白酒的品牌，那么在徽酒的阵营中，迎驾贡酒与口子窖的差距可能会越来越大。

最后想说一点的是，作为投资者，如果看到媒体评论说，某某资产或者某某行业跌得最多或者涨得最少的时候，一定要

有好奇心或者两眼发光。

因为今年跌得最多或者涨得最少的公司或行业，可能明年就成为涨得最多的公司或行业了。

当然，上面提到的两个公司就算了。因为即使一直没涨，还是贵得离谱，不如买行业中的其他公司。

第25章
四特酒：一年喝倒一个省外品牌

中国的白酒行业有一个非常重要的特点是地域性强。除了茅、五、洋以外，大部分白酒厂商都局限于省内。事实上，如果你观察仔细的话，即使现在市值达到1000亿元，销售收入超过150亿元的洋河股份，江苏省内的市场占其总收入的比重也超过60%。

背后的原因除了当地的风俗习惯、口味之外，与当地的政商也不无关系。所以白酒品牌的地域性扩张，与饮料、调味品相比，要难得多。

甚至在中国的一些省份，一些地方白酒品牌偏安一隅，既不出去“攻城略地”，也不让外省品牌攻占自己的“一亩三分地”，这种现象最典型的就是江西省。

江西全省人口4500万，根据江西省酒类流通协会对江西白酒市场进行的数据统计，2012年江西省内白酒市场的销售总额近100亿规模，平均每个江西人每年消耗白酒的金额为222元，远低于全国人均白酒消耗量的404元/年。

在100亿的白酒品牌销售总额中，几乎以本地白酒为主，本地白酒年销售总额约70亿元。根据江西工业食品协会的披露，在这70亿元的年销售中，超过500万元以上的酒厂有不到20家，年销售收入超过1000万元的酒厂只有9家，亿元以上的酒厂只有3家：**四特、章贡和堆花。**

根据公开数据披露，2012年江西章贡白酒的年销售总额达到6.5亿人民币，虽然远低于当年销售额达到55亿元的四特酒，但章贡也算是江西的第二大白酒厂了。从四特和章贡的差距也能看到江西省内白酒地域性之强。

当然，即使章贡酒在江西赣州再有名，其他省的同胞估计连名字都没有听过，所以基本上江西的白酒能被其他省的朋友喝到的就只有四特了。

在福建的西部，由于与江西交界，加上四特酒主打的是中低端白酒市场，四特酒的占有率还是非常高的，至少在我们市那一带的婚庆酒桌上，还是能经常看到四特酒被摆上酒桌的。

从四特酒的年销售额可以看到，2001年到2012年，四特酒的销售额增长非常迅速，2012年达到最高的55亿元年销售。2013年由于内部人事震动，加上白酒市场的寒冬期，四特酒的销售额直接下跌到37.5亿元。近几年白酒市场回暖，四特酒的年销售也重新走上增长轨迹。

根据公开信息披露，在四特酒48亿元的年销售额中，江西省内约达34亿元，贡献69%的销售额；省外市场不到15亿元，贡献剩下的31%的销售额。省外最大的市场在福建，2015年突破了5亿人民币。

那么四特酒又是如何从2001年的3亿元的销售额发展到目前江西省本地白酒的半壁江山呢?

1.政府关系——政治红利（渠道）

每一个白酒公司的成功与政府都有密切的关系，四特酒也不例外。我们看看四特酒的董事长廖昶的简介，曾任江西省稀土研究所分

析员，中共樟树市纪委副科级纪检主任，江西四特集团副总经理、纪委书记、集团董事长、总经理、党委书记，樟树市人民政府市长助理，樟树市政协副主席等职。

对于一个白酒企业，政府职务的好处不但是政府机关接待、送礼用相关品牌的白酒，而且在发展别的地区的代理时也大有好处。

我们曾介绍了洋河在发展初期如何借用有资源的社会人士，将其发展成为代理，再利用他们的关系将白酒介绍给他们身边的人士，最终白酒品牌在一个区域的影响力不断扩大。所以，政府关系可以说是白酒品牌能否发展起来的一个非常重要的因素，也是白酒品牌地域性强的重要原因。

借助政府关系，四特酒首先站稳宜春市场，然后从宜春跨越到南昌，继而全省蔓延。此时省内其他酒企的战略基本维持原样，这让四特酒轻而易举地在省内进行市场深耕，到2011—2012年时四特酒就完成了全省县级市场覆盖。

2.历史底蕴——有故事（产品+营销）

有历史底蕴换另外一个词叫作“有故事”。虽然四特酒宣称品牌起源于清代光绪时期，但最让四特引以为豪的估计还是这两个故事。

1959年8月，中共八届八中全会在庐山召开。当时的江西省省长邵式平将数十坛四特酒送上了庐山。凡事都考虑得细致、周全的周总理要先品尝一下四特酒。

周总理喝后灿然一笑：“啊，好，好！江西老表的四特酒果然不同凡响，清香醇纯，回味无穷！”周总理说完，将满满一杯四特酒一饮而

尽。

从此，周总理就免费成为四特酒的代言人了。

另一个是，1972年11月12日，邓小平同志前往江西樟树搞调查研究。当邓小平乘坐的汽车开进樟树城区经过四特酒厂门口时，一阵沁人心脾的酒香飘进车内，小平同志对身旁的工作人员说："这肯定是到了四特酒厂了。"

邓小平品完酒之后说道："这四特酒很好，很合我的口味，是酒中佳品，味道独特。"说完，又向在座的人劝酒："这酒好，这四特好，你们年轻人要多喝几杯，多喝几杯。"

从此，邓小平也免费成为四特酒的代言人！

四特酒的历史底蕴，有故事可讲，再结合四特酒在全国的广告推广，自然就成为江西人心目中能代表江西的白酒品牌了。

3.市场先行者优势（市场空间）

我们看整个中国白酒市场的版图，江西地处中国的中部，东边与福建和浙江交界，北面与安徽和湖北交界，西面与湖南交界，南面与广东交界，东西南北总共与6省交界。

广东、福建、浙江是产白酒小省，几乎没有白酒品牌，自然无法与四特酒竞争占领江西市场；湖北、湖南的白酒品牌则是省内战争，无暇东顾。唯一已经开始向全国扩张的川贵白酒品牌的主要精力在北方饮酒大省，特别是山东，因此这些白酒厂商的中心在"北伐"，也无暇顾及白酒人均消耗只有全国二分之一的江西。

这就给四特一个非常重要的时间窗口迅速占领整个江西市场，还能深耕渠道，在2011—2012年渠道完成全省县级市场覆盖，2013—2014年渠道延伸到全省乡镇市场。

这样看来，四特酒的成功路径与之前探讨的洋河股份有很大的不同。四特酒本身在江西已经扎根，也没有遇到像洋河那种接近破产的风险。四特酒只是利用它在本地特有的政治红利以及2008—2012年的时间窗口，将品牌铺向整个江西甚至开始省外扩张。

最后，我们回到前面提到的问题，为什么很多外地品牌在江西无法立足？江西省酒业协会秘书长阙英才说："省外中低档白酒品牌在江西鲜有作为，仅有白云边、酒中酒霸、迎驾、皖酒等品牌在江西区域市场内有一定的影响力，本省白酒，仅有四特可以覆盖全省，其他二线酒业全是区域强势品牌。"

对于江西白酒市场的这种特有现象，阙英才的解释是江西白酒业依然缺少这种开放的意识，江西白酒协会经常组织省内酒企举办一些白酒行业交流活动，但酒企们却经常"不配合"。

所以，江西的白酒市场长期处于封闭、保守的状态，市场容量小，白酒企业多而规模小。外来品牌在江西基本没有大的作为，而江西自产白酒守着本土却做不大。

看来四特酒一年喝倒一个外地品牌所言不虚。

第26章
老村长：正经历一场由成本引起的价格升级

2016年国庆期间，在出一高铁车站的时候，无意间注意到旁边停了一辆绿皮火车，当然引起我注意的并不是绿皮火车，虽然现在已经很少见了，而是在火车的车厢外贴的“老村长”的广告。

如果你观察仔细，你会发现老村长的广告几乎在全国的各个角落都能看到：公交车、小面包车、小卖铺、餐饮店门口……

大家可别瞧不上“老村长”这类光瓶酒，根据官方数据披露，2014年老村长的白酒销售额就达到了65亿元，净利润率虽然没有达到中高端白酒的30%，但也有6亿元的净利润，同为东北光瓶酒的龙佳花园销售额也突破了20亿人民币。

2016年，在全球央行继续放水的大环境之下，涨价和限购成了主要的焦点。涨价当然不仅限于原油、锌、镍、煤炭等资源类商品，还包括房子、黄金、白银等投资类商品，以及维生素、白酒、肉制品、调味品等消费品。

对股票投资者来说，2016年的涨价（通胀）逻辑只要能选中一个品种，就能获得非常不错的收益。对A股的投资者来说，最简单的就是买些白酒公司了。

对大多数A股白酒的投资者而言，2016年白酒涨了多少，销量增长了多少应该是一个非常简单的问题。但如果我问2016年光瓶酒涨了多少，销量增长了多少，估计没几个白酒投资者能回答上来。

如果你问我，我只能遗憾地说，我也不懂。

不过，根据1919披露的数据，在1919的渠道上，2016年1—8月与2015年1—8月相比，光瓶酒销量同比增长156%，销售额同比增长376%。

北京正一堂战略咨询机构负责人表示："光瓶酒已经成为行业风口，进入了一个量价齐升的阶段。光瓶酒从2012年开始平均增速没有低过15%，目前估算有650亿的市场规模。"

按目前白酒5000亿元的市场规模计算，光瓶酒650亿元的市场规模占了白酒市场的13%。由于白酒行业的整体增速低于15%，因此，未来几年光瓶酒的份额可能继续扩大。

这个现象是不是与大家的印象很不一样?

其实也不用诧异，因为大家如果功课做得认真的话，会发现A股近20家上市的白酒公司2015年的总收入仅为1119亿元。

算上未上市的比较大的白酒企业，如剑南春、郎酒、枝江、白云边等白酒企业的约600亿元销售额，能清楚统计出白酒公司的销售额约为1700亿元，折算成市场份额也就约2500亿—3000亿元。这意味着在中国，有40%～50%的白酒市场仍然是以散酒的形式存在。

散酒作为特定时期的市场产物，在当今高品质瓶装酒的映衬下，已经沦为低端市场的遗留。在国内很多产酒大省，散酒早就被正规的酒企所消灭，就算有的话也只是零星在市场上残存。

但在国内欠发达省份以及酒业发展相对滞后的省份，散酒仍然占据了市场的主导，如云南每年有70万吨的散酒消费市场。

因此，在我们的印象里，光瓶酒的市场会越来越小，因为会逐步被中高端白酒消灭。但散酒市场为光瓶酒提供了广阔的

可收割的空间，因此光瓶酒不但没有像想象中的规模越来越小，而是在逐年增加。

现回到老村长，有关老村长为什么能做到光瓶酒中的“茅台”，已经有很多人进行了深入的总结，这里简单地重述一下。

1.“大众酒、平民酒”路线的品牌定位

在品牌定位方面，老村长不走高端，始终坚持“大众酒、平民酒”路线，面向农民工和低端务工阶层，坚持把低档产品作为核心战略。基于这样的品牌定位，它专注于县乡村三级主力市场，稳扎稳打，做深做透。最重要的是，它放眼做全国品牌，从不把自己当作东北本地品牌。

2.精耕细作打造“渠道外衣”

老村长选择网络优良的经销商，帮助代理商选择优秀的乡镇二批，并协助乡镇二批做“村村通”工程。

标准的配置：1车、1业务、1司机，加上定期的产品介绍、终端回访、兑奖，不断加深与终端户的沟通、交流，只要是卖老村长酒的店，无论小烟酒店、小饭馆，甚至小摊铺，最终都成了“老村长”的利益联盟体。

3.媒介投放，低端产品的高密度投放

走遍大街小巷的大小终端，无论烟酒店还是小饭店，都能看到老村长的店招、海报、推拉贴，还有各种电视剧的广告植入、明星代言，“别拿村长不当干部”等宣传语拉近了与消费者的距离。

此外，OEM的代工、足够的经销商利润等都是老村长能做到65亿元的重要因素。以上因素很多人都进行了总结，不过在我看来，大家忽略了一个非常重要的因素，甚至可以说是最重要的因素之一**——价格升级。**

其实，很多人在质疑现在市场上提到的消费升级，认为只不过是一场价格升级，有道理也不完全有道理。

为什么说有道理?

我们看光瓶酒的一个涨价历史，20世纪80年代，光瓶酒主流的销售价格是1～1.5元/瓶，到21世纪初价格就已经涨到3元/瓶了，2003年光瓶酒主流产品销售平均价格上涨至5元/瓶，到2009年，平均销售价格又上涨至10元/瓶，2012—2015年，平均销售价格又进一步上涨至15元/瓶。

2016年，随着大部分商品的涨价浪潮，已经有光瓶酒卖20～30元/瓶了。

虽然从20世纪80年代开始，光瓶酒价格上涨了接近20倍，但其实光瓶酒公司的毛利率、净利润率、产品品质并没有什么改变，顶多就是产品的包装设计稍微好了一点。

所以，光瓶酒的涨价更多的是一种货币现象。

生产光瓶酒的所有原料都涨价了，如果产品不涨价，那么只能被淘汰。智卓咨询董事长朱志明表示：“表面上光瓶酒价格带上移是消费升级，但它并不是消费者需求拉动价格带上移，喝光瓶酒的人对价格

是很敏感的，但凡价格稍微上涨，没有促销，消费者就会转向其他的品牌。”

因此，光瓶酒的涨价根源在于传统渠道利润穿底。

试想，卖一罐“同安甘露”零售商都能赚2～3元，一瓶光瓶酒的利润还不如一罐饮料，经销商有积极性吗？再加上这几年要素价格的上涨，制作、运输、人工、房租等，本来就不到10个点的净利润率马上就变成亏损了。

所以，光瓶酒的涨价浪潮不像传统中高端白酒。光瓶酒的每一次涨价浪潮都是行业或者公司面临要素价格上涨带来的困境。

正因如此，每一次要素价格的上涨，对光瓶酒公司来说都是一次考验，都意味着对消费者和市场的重新瓜分和占领。如果在涨价的浪潮中，产品升级、价格升级的时候没有顺应趋势，一个光瓶酒公司就可能面临倒闭。

为什么又说不完全有道理呢？

因为虽然推动涨价的根源是要素价格的上涨，或者是一个货币现象。但在涨价过程中，为了吸引消费者，光瓶酒还是会不断优化自己的产品，提出更好的宣传理念。

比如，先不说酒卖得好不好，我们看到一些光瓶酒的设计和包装都做得越来越有逼格了。

前面我们讲了，要素价格上涨带来的价格升级对光瓶酒企业来说是市场和消费者的重新占领和瓜分。所以面临价格升级的光瓶酒企业不止老村长一个，近期牛栏山已经发布了45元/瓶、68元/瓶、78元/瓶、108元/瓶的光瓶酒。

当然，老村长的眼光还是非常超前的，在2015年年底、2016年年初之际已经推出了一款名为“乐醇”的新品，终端售价达到30元/瓶；龙江家园推出了售价为20～25元/瓶的超级醇柔；以盒装低端酒闻名的黑龙江鹤城酒业则在近期推出黑土地大地主和小地主两款光瓶酒，其中小地主将流通价定位在20元/瓶。

我又把《自然大事件》再看了一遍。其中的第六集“海岸盛宴”讲到北美洲的太平洋沿线，每年地球最大的生命大爆发。在这场生命大爆发中，以鲱鱼为主食的猎食动物如何参加这场捕食盛宴。

在看的过程中，我就想，通过生物进化，这些捕猎食动物从几千公里以外就知道什么时间在哪里会有捕食盛宴，然后提前前往。

而我们作为人类，在人类的经济社会中，经营企业也好，投资公司也好，或者买股票投机也好，也只有像这些猎食动物一样，必须提前预见一些什么重要的趋势，才能保证自身个体在这场生物竞争中存活下来或者活得更好。

现在，光瓶酒的价格升级盛宴已经开始，就看谁能从中捕到更多的“猎物”。

第27章
辛弃疾：酿成千顷“稻花香”

提到稻花香，不知道大家联想到的是什么？是辛弃疾的那首“稻花香里说丰年，听取蛙声一片”，还是黑龙江的“五常稻花香大米”？

其实，我也是研究了以后才知道湖北有一款白酒非常有名，叫稻花香酒。这款白酒的名字同样来自辛弃疾词中的一句，但不是“稻花香里说丰年”，而是“酿成千顷稻花香，夜夜费、一天风露”。

1992年9月，龙泉籍著名书法家姜秉彝老先生借鉴词中的“稻花香”为酒命名，“稻花香酒”即得名于此。

当然，湖北省白酒品牌众多，除了宜昌的稻花香之外，还有枝江市的枝江酒、荆州的黄山头、松滋市的白云边、荆门市的金龙泉酒，稻花香想要在湖北脱颖而出并不是那么容易。

不过事后看来，稻花香非常厉害。从2006年开始，集团收入像坐了火箭一样。从2006年到2015年，集团营业收入增长了24倍。稻花香集团2016年上半年工作总结暨七月份生产经营例会上披露：该集团上半年实现营业收入217.36亿元，同比增长18.51%。

我们发现，即使2008年遇到金融危机，稻花香集团的营业收入还能同比增长31.57%；即使2013年遇到塑化剂事件，稻花香集团营业收入还能同比增长55.37%；即使2015年实体经济全线下滑，稻花香集团营业收入还能同比增长23.1%。

稻花香集团如此迅猛地增长，把稻花香的创始人送进了胡润富豪榜。2015年胡润富豪湖北省排行榜，我们看到稻花香集团的创始人蔡

红柱以51亿元的财富排湖北省富豪榜第11位。如果稻花香集团这样体量的公司上市，估计蔡红柱要成为湖北省首富了。

当然，如果你看到这样的公司的时候，你一定会跟我一样问一个问题：这数据是假的吗？集团收入在十几年中每年都有百分之几十的增长，公司几百亿的体量还能如此增长真是难得一见。

从2014年宜昌市纳税百强排行榜中，我们可以查到稻花香集团的纳税总额为4.37亿元，排在纳税百强中的第5位。但是到了2015年，宜昌市纳税百强中已经没有了稻花香集团的身影，唯有旗下的稻花香酿酒厂，纳税总额为8282万元。

所以，一个年营业收入超过400亿元的集团公司，纳税额竟然只有4个亿，2015年干脆只有旗下的一家酿酒厂交了8282万元的税。更重要的是，这是一个白酒公司，我们看到多少家白酒上市公司，动不动就交十几亿的税。

为了回答以上的问题，我们就需要知道“稻花香白酒”一年到底卖多少？

稻花香白酒是五粮酒，即选用高粱、小麦、大米、糯米、玉米为原料酿制而成，再经过蒸馏的白酒。

因为稻花香的收入披露的一直都是集团收入，没有披露稻花香酒业的收入，所以这个巨大的“黑匣子”不被人所知。

幸好，在2016年8月1日，稻花香酒业股份有限公司公开发行债券，在募资说明书中，稻花香酒业的一些销售情况得以披露。

最终，第一期债券的发行规模为10亿人民币，债券的利息6.9%，白酒公司债券如此高的利息确实是一个不错的机会啊，而且投资者手上还握有回售权利，大家还抢什么10年期国债呢？

不过，非常可疑的是一家母公司年销售超过400亿元的公司，为啥急着发一个年息如此高的债券呢？

“因为被催债了！”

2016年年底之前，稻花香酒业有限公司需要偿还7.6亿人民币的银行借款。公司账上没那么多现金，所以就发债借了10亿用以偿还债务。

从公司募资说明书上，我们看到稻花香酒业2015年的年销售额为22.7亿人民币，因为有一次性的公允价值变动计提了3.5亿人民币，使得净利润达到4.54亿人民币。正常年份的净利润应该是2亿人民币出头。

在目前看到的所有的白酒公司中（黄酒除外），稻花香白酒的毛利率应该算是最低的，2015年的毛利率只有40.46%，2014年甚至只有38.67%。当然每年的净利润率能做到10%出头，对比好些上市公司70%的毛利率，10%的净利润率算非常不错了，说明公司广告营销费用支出还是挺少的。

在稻花香销售的白酒中，主要还是中低档白酒，不过高档白酒的比例在不断增长；2015年低档白酒的收入占比下降到35.51%。

从销售的省份来看，稻花香在湖北省的销售占63.18%，比洋河股份省内销售的69%低一些。单从比例上看，稻花香的全国化比洋河做得更高，只是销售额还差一个数量级。

这样看来，稻花香的6.9%的债券对很多能接受这个投资回报的投资者来说，算是一个不错的投资选项。当然，那一年很多线下发行的债券，比如一些私募的可交换债券，条款比稻花香酒业的好很多，收益也远超稻花香酒业。

这里想说的是，投资者不要整天盯着二级市场上大家都盯着的“肉”，有些线下的产品收益也会非常不错，就看有没有这个眼光。

这样看来，稻花香集团白酒一年的销售也就20亿人民币出头，占集团总收入的5%都不到，那集团剩下的95%的业务又是什么呢？

根据官网的披露，白酒、配套、服务旅游、食品饮料、物流产业，稻花香集团都有涉及，只是公司并没有披露各个产业板块的具体情况。

龙泉镇钟家畈的微博透露，在龙泉镇有一个稻花香集团投资10亿元建设的主题文化景区。

当然，我们只是研究稻花香的白酒产业，其他产业我们就不深挖了。不过，在稻花香酒业的披露中我们发现了某房地产公司高达13亿元的欠款。背后水太深，大家自己去脑补吧。

2016年稻花香白酒一年销售超20亿元，净利润超过2亿元，这算不算另外一种意义上的酿成千顷“稻花香”呢？

红酒篇：在别人喝奔富的时候，你是否在奔富？

彼得·林奇的投资哲学是指普通人可以从日常生活中发现好的投资机会。今天我想用一些例子来阐述这个看似简单的理念，也希望大家能够得到一些启发。

不知大家有没有发现，在聚会的时候，大家越来越多地选择红酒。选择的原因也很简单，红酒度数比较低，比较健康。

但红酒这个品类一直存在一个很大的问题，其品牌一直处于一个杂而乱的混战中，导致消费者不知如何选择品牌，以及选择的品牌是否能够承担起“社交”功能。

拉菲可以说是中国人心目中最知名的红酒品牌。但现在，一瓶才卖60元不到，我不知道这样的定位是否能够满足消费者“面子”的需求（虽然这个拉菲跟“82年拉菲”的拉菲来自同一家族，但其实是不同品牌）。

有一款名叫奔富（Penfolds）的澳洲红酒引起了我的注意。在上海、深圳的很多餐厅里，奔富成为消费者主动选择的品牌。

在我的印象中，一般大家选择红酒都会选择法国红酒，或者是美国Napa（纳帕）红酒，为什么一款澳洲红酒能够脱颖而出呢？

我想，原因主要有三个。

1.酒好名好

奔富可以说是澳洲最好的红酒品牌，已经有一百多年的历史，并且其名字很符合现在中国人民的喜好。奔富还有一个有别于法国红酒的地方就是，作为新世界的酒，奔富几乎不用醒酒，一开瓶就可以喝，这其实也方便了很多中国消费者。

2.定位清晰

奔富很聪明地将自己的酒用编号来命名，如Bin 128、Bin 389、Bin 407、Bin 707，并且定价上数字越大的即越贵（如一支Bin 128价格为150元左右，Bin 707则超过2000元），这样便让消费者能够清楚地知道到底哪款酒更好（贵）。

3.价格管控

奔富在价格管控上也做得很好，线上和线下并没有出现拉菲传奇那样的价格战，保证了经销商的利润。

那别人喝奔富的时候，我们是否有奔富的机会呢?

如果你勤奋一点，就会去想一个问题，奔富红酒是哪个公司的呢？其实一查我们就可以知道，奔富是澳洲一家上市公司——Treasury Wine Estates（TWE）（富邑）的产品。

TWE是全世界最大的红酒公司，它在澳洲拥有8个酒庄以及2个灌装厂，在美国拥有10个酒庄以及一个灌装厂，在新西兰拥有一个酒庄；旗下包括奔富以及Stags' Leap（鹿跃）等世界著名品牌。

如果我们翻看TWE上市以来的业绩，我们可以看到之前2012年、2013年的销售额增长都为3%左右，而进入2014年、2015年后，销售增速变为10%以上，2016年更是达到了18.9%，而2016年的净利润同比增长了75%，达到了2亿澳元。

从其年报中，我们可以看到它卖到亚洲的酒的数量仅占7%，但贡献了销售额的13%，以及利润的27%，足见卖到亚洲的酒的利润之高。

而在整个增长中，中国地区的增长是最为惊人的，其20美元以上的红酒在中国同比增长了114%，而就算10～20美元，以及10美元以下的红酒增长也有30%以上，远远超过其他地区。

其实这也不难理解，整个中国的进口红酒市场，正处于一个高速增长的时期，因为其符合消费升级的诉求。2015年中国进口红酒5.5亿升，同比增加45%，金额为20.4亿美元，同比增加34%，而澳洲红酒正是其中很大的收益者。

如果我们看TWE的股票走势，我们会发现，其股价从2014年的三四元涨到了11澳元，涨幅300%，2016年年底其市值为80亿澳元，PE为40倍。

其实这样从身边发现好的投资机会的情况还有很多，如果你不喝红酒，但是你吃保健品，你应该会知道澳洲的保健品Blackmores（澳佳宝），或者你既不喝红酒也不吃保健品，但你有个小baby，那你一定知道澳洲的一家奶粉公司——贝拉米。

Blackmores的股价从2014年的20元最高涨到了200元，涨幅10倍。

贝拉米的股价从2014年的1元最高涨到了15元，涨幅15倍。

我想，从生活中发现好的投资机会其实并不难，但需要你有足够的好奇心与愿意研究的心。希望以后的你，可以一边喝着奔富，一边给别人讲你奔富的故事。

第28章 劲酒：中国保健酒行业的“赚钱效应”

我们看到长长的野生动物迁徙大军，大家有没有好奇或者问过自己这个问题：到底是什么力量引领着这些动物随着季节变化，准确地从一个地方迁徙到另外一个地方?

《动物行为：动物的迁徙》一书的作者格雷特尔·舒勒认为，动物迁徙有的靠头脑中的磁石导航，有的根据光线定位，还有的单凭嗅觉就能返乡。凭借这些“工具”，这些动物能从一个地方迁徙到另外一个地方。

我们人类虽然没有像这些动物一样壮观的大迁徙，但在我们的生活中，特别是在股市中，各种热点炒作却一点都不少。今天半导体，明天石墨烯，后天新能源汽车。那又是什么影响或者决定了人类这些热点的“迁徙”呢?

赚钱效应。

生活中，这些炒作其实都是想吸引更多人加入这个群体的炒作之中，动力就是之前加入的人赚了大钱。这种炒作不只局限于我们每天都能看到报价的股市，还包括房地产、艺术品、保健品，甚至大家想不到的消费品。

提到消费品，大家都会从产品的口味出发，分析产品的好坏，但是产品的好坏其实真是见仁见智的。毕竟消费品与技术不同，很多年前，人们通过电报来传递信息，现在通过手机来传递信息，这是实实在在能感知到的差距。

但很多时候，消费品的差别几乎无法辨别。

举个例子，请加多宝的老板鉴定加多宝、王老吉、和其正，他可能都无法准确辨别出来。

同样的白酒，我给你一杯酒，你喝了觉得是200元一瓶，但可能是20元一瓶；你觉得是20元一瓶，但可能卖200元一瓶。

同样的奶粉，我给你一勺，你试了觉得是400元一罐，但可能是100元一罐；你觉得是100元一罐，但可能卖400元一罐。

同样的饮料，我给你一瓶，你试了觉得是2元一瓶，但可能卖6元一瓶；你觉得是6元一瓶，但可能只卖2元一瓶。

过去很多人觉得一款产品的成功是产品决定的，因为产品的好坏决定了消费者会不会购买。但其实这些年因为消费品的差距不断缩小，这种格局已经发生改变。这就如同现在的国产手机，产品质量已经可以和苹果抢份额了。

所以在我看来，现在的一款消费品能否成功，更多的在于这款消费品是否具有赚钱效应。具有赚钱效应的产品，会有更多的人加入到这个销售链条中。没有赚钱效应的产品，即使消费者选择你，整个渠道也不一定会帮你推。

我们来看看三个简单的案例。

1.红牛和乐虎

在很多人的眼里，红牛是品牌，但是如果红牛将渠道压榨得够厉害，那么渠道为什么一定要卖红牛？毕竟红牛和乐虎的味道差不多！

2.加多宝和王老吉

在傲慢的加多宝和加多宝粉丝眼里，王老吉不可能给销售200亿元的加多宝造成什么影响。但从网上的一些报道也能看出加多宝是存在问题的。

3.OPPO、VIVO和小米

拿到OPPO R9的朋友没觉得这就是赤裸裸地抄苹果吗？这年头哪个手机不抄苹果。不过，不给渠道足够的利润，同样是抄袭，渠道就是你的敌人，不会推你的产品，“雷布斯”也陷入了OPPO和VIVO汪洋的人民战争之中。

从以上三个例子我们看到，一个产品能够成为非常强大的品牌，除了宣传以外，一个非常大的因素就是赚钱效应。有了赚钱效应，才会有更多的人加入这个生态圈，更多的人会向消费者推销这款产品，这款产品最终会到达更多的消费者手中。

当然，这种效应可能会完全失控，我们会看到一种量价齐升的现象，最终我们会看到荷兰郁金香、英国南海等泡沫事件。

现在你应该知道消费品渠道控价的重要性了，如果价格无法控制，要么串货到最后赚不了钱没人愿意卖，要么最终以泡沫破灭收场。

现在回到白酒，如果你是多年以前的大野新建酒厂（劲牌的前身）的老板，面对资不抵债、濒临破产的绝境，你要怎样做才能让公司起死回生？

湖北有众多的白酒品牌。如果你是一个新的白酒品牌，在别人渠道已经搭建好的情况下，他们是不会卖你的产品的，因为渠道通过卖别人的产品已经具有赚钱效应。

这种情况下，你有四条路可以选择：

1.产品卖得更贵，让原有的渠道赚更多钱；

2.产品卖得便宜，让原有渠道卖更多的货；

3.产品进行差异化，让原有渠道赚额外的钱；

4.卖类似的产品或者差异化产品，找新的渠道去卖，让他们赚钱。

第一条路基本是死路一条，因为卖得更贵，消费者基本上不会选择你的产品，让原有渠道赚更多的钱是你一厢情愿的。

第二条路属于自残路线，基本上未来是被消费者抛弃的对象，因为卖得便宜的一般都不是好货，即使你的产品是好货。

最终大多数公司会选择第三、四条路。

劲牌选择的是第三条路，主动放弃白酒主业，另辟蹊径进军保健酒。相信这些年，我们在市面上看到很多的保健酒，有椰岛鹿龟酒、竹叶青酒，但是我觉得产品外观上，真的和劲酒有差距。

通过产品改革，第一代劲酒一经上市便出现供不应求的现象，也使得劲酒成为专注小品类的成功案例。有了成功案例，就意味着有了赚钱效应。

看劲酒经销商的采访我们知道，在劲酒生态链中的经销商不但具有赚钱效应，还与劲酒合作得很愉快，当然合作愉快的前提是能赚

钱。

在前面我们探讨了一款产品的成功背后是一定要有赚钱效应的，如果没有赚钱效应，是没人给你推的。这里你千万不要认为消费者是上帝。

一旦有了赚钱效应，我们会看到公司的业绩就如同坐了火箭一样。2005年劲牌的总收入才9亿人民币，到2015年劲牌的销售收入已经达到85亿人名币，为政府贡献了23.24亿人民币的税收。

中国保健酒联盟的数据显示，2015年保健酒市场的年平均产值已达130亿元左右，成为国内酒业公认的继白酒、葡萄酒和啤酒之后国内酒业市场的第四大市场。

由于劲酒的带动作用，整个保健酒行业市场从2001年的8亿元达到了2016年200亿元的市场规模。

很多人可要质疑了，保健酒确实喝了很有好处啊。劲牌能做到85亿元的年销售的前提是在于此。确实，不敢否认，保健酒对于人的身体有帮助，但是对于人体有害的白酒可是5000亿～6000亿元的市场啊。

所以，我觉得消费品不只是简单的消费品，饮料不只是简单的饮料，白酒不只是简单的白酒，保健酒也不只是简单的保健酒，它们能成为品牌，成为被人们接受的品类，一定有它们独到的属性。

当然，有一个属性它们共同拥有：赚钱效应。

第29章
今世缘：婚庆酒的“缘”还能走多远？

以双沟、汤沟、高沟和洋河四大酒厂为主打的苏酒，凭借“三沟一河”在中国白酒行业占据一席之地。不过早在2011年，“三沟”中的双沟酒业就被洋河以不到12亿人民币的价格收购，成为洋河股份的全资子公司。

所以“三沟一河”变成了“两沟一河”。“两沟”分别为汤沟和高沟，高沟就是现在的今世缘，汤沟由于是非上市公司公开信息较少。不过根据网上信息披露，汤沟两相和酒业的收入在2013年突破了10亿人民币，2015年的收入可能在15亿人民币左右。

食品饮料行业投资圈，谈论最多的估计还是白酒，分析员推荐最多的估计也是白酒。今天推茅台，明天推五粮液，后天推洋河股份，逻辑除了涨价还是涨价。

北美市场的分析师看到A股如此多的白酒上市公司，估计要哭了，因为在美股上市的威士忌（美国白酒）公司，能拿得上台面的除了帝亚吉欧，就是百富门。

不过别看国内那么多白酒公司，分析师今天推荐这个，明天推荐那个，但是如果你细心一点，把茅台、五粮液、洋河股份三家公司的股价走势拉个图，你会发现从2013年到2016年三家的走势几乎重叠。

这就意味着其实一个分析师推荐茅台也好，五粮液也罢，收益是差不多的。那是不是意味着随便推荐一个白酒公司，公司就坐地收钱，分析师就坐等年终奖了？

那倒不一定，如果你推荐的是今世缘，估计你现在不是在被老板约谈，就是在找别的工作了。

那么为什么在所有东西都涨价的时候，作为“三沟一河”的今世缘的股价还在原地踏步呢？我们简单看看这些年今世缘的收入就知道答案了。2014年上半年，今世缘的总收入是14.12亿元，2015年上半年是14.47亿元，2016年上半年是15.38亿元，年复合增长只有4%，估计连CPI（居民消费价格指数）都跑不赢，更别谈GDP（国民生产总值）了。

我们再看看五粮液的总收入，2014年上半年是86.53亿元，2015年上半年是95.71亿元，2016年上半年是101.93亿元，年复合增长8.5%，虽然没到两位数，但至少能跑赢GDP，再加上塑化剂的影响带来的股价超跌，当然反弹涨得也多了。

我们抛开塑化剂事件给五粮液股价带来的影响，单纯从收入上看两个公司，为什么今世缘从上市到2016年接近三年的时间里，公司的收入增长几乎停滞不前呢？

要回答这个问题，我们首先看今世缘白酒的主要销售地区。

在《四特酒：一年喝倒一个省外品牌》一文中，我们曾提到中国白酒的地域性特点，洋河股份和四特酒省内的销售占总销售的66%～69%。

与洋河和四特有所不同，今世缘的主要定位是在婚庆市场。正如今世缘的负责人所言：“今世缘在婚庆喜宴方面有天然的品牌优势和亲和力，这是多年来今世缘品牌形成的积累和沉淀，也是‘缘’文化释放出来的魅力。”

中国每年有1200万对新人步入婚姻殿堂，平均每天结婚人数为3.28万对，以每场婚宴酒水消费2000元计算，一年全国婚庆用酒市场能创下200亿～240亿元的销售额。但是，**目前今世缘的销售94.3%都在江苏省内**，不知道今世缘给广大投资者画的婚庆市场的大蛋糕什么时候可以实现。

所以投资者投资今世缘的问题就变成了今世缘能否继续向省内的婚庆市场渗透以及向省外扩张的问题。

前面讲了，白酒是一个地域性非常强的行业，所以不要太指望省外扩张。既然这样，江苏省内的市场还有多大呢?

根据江苏省民政局公布的数据，2015年一共有786 288对新人登记结婚，这是继2013年创下最高的909 590对新人登记结婚之后，连续第二年下滑。按照前面每场婚宴酒水消费2000元（**每瓶100元，一场婚宴15～20桌，一桌2瓶，女性桌基本不喝白酒，平均2000元算合理**）计算，男女双方家里各办一场酒席，那么整个江苏省的婚庆白酒市场的规模是31.45亿元。

如果我们再算上高考升学宴以及其他一些喜事的宴用白酒，估计市场能达到40亿元。如果按照75%的加价（经销商渠道收入）计算，以公司的出厂价计算，市场就只有23亿元。

而2015年今世缘的白酒销售已经达到22.67亿元，这里尽管今世缘的销售并不完全是来自婚庆市场，但是一个省内婚庆市场只有23亿元，今世缘的天花板是显而易见的。

如果你足够细心，可以统计下今世缘每年白酒的销售量，也不知道是不是一个巧合，从2013年开始，它的销售量和江苏省每年结婚领证的新人对数是一样的。

所以，如果未来今世缘还是主打婚庆市场，而且无法打开省外的市场，我也不知道今世缘的婚庆酒的“缘”还能走多远？未来新的增长点在哪里？毕竟在江苏省内市场，今世缘将无法避免市场饱和情况下与洋河股份的正面竞争。

第30章
青青稞酒：豪掷1.44亿做电商，换来了什么？

比起2016年拍的纪录片《长征》，我更喜欢看唐国强主演的电视连续剧《长征》。

在电视剧第19集中，中央红军一方面军翻过夹金山和四方面军顺利会师。为了迎接中央红军，在徐向前的指示下，李先念率领所部在懋功欢迎中央红军的到来，当然还带上了当地的土特产——青稞酒。

青稞酒，是用青藏高原上主产的一种粮食——青稞——酿成的白酒。青稞酒的产地主要分布于青海、西藏、甘肃、四川和云南等地。青稞酒的酿造最早可追溯到明朝万历年间，土族人民在原始工艺基础之上不断完善和制曲，酿造出清香甘美、醇厚爽口的青稞酒。

在青稞酒中，最有名的莫过于青海互助青稞酒，很早就形成了“天佑德”“永庆和”“世义德”“文玉合”等八大酿酒作坊。这八大酿酒作坊在新中国成立后被整合并逐步改制成现在的青青稞酒。

2010—2013年是青青稞酒的高速发展期。2013年，青青稞酒的销售量达到历史最高的2.24万吨。不过，从2013年开始，青青稞酒的销售量一直下滑，到2015年，销售量仅为1.8万吨。虽然平均销售单价略有上涨，但是整体的销售总额在下滑。

2015年，在1.8万吨销售量中，主要可能还是以普通青稞酒为主，但是从销售收入上看，12.74亿元的总销售额，9.18亿元的销售额都来自中高档青稞酒，中高档青稞酒的销售占比达到72%，说明青青稞酒的大部分销售是集中在中高档白酒上的。

从销售价格中，我们也可以看到青青稞酒的价格还真不便宜。

虽然青青稞酒这个白酒品类比较独特，与其他的白酒相比具有差异性，但是整个青海省的人口也就583万，即使青青稞酒能占领整个海东和西宁的青稞酒市场，因为市场天花板的问题，市场也很快就会饱和。

我们能看到青青稞酒正面临市场饱和情况下的挣扎。青海省内市场在2013年销售额突破10亿元之后，近几年都在下滑；青海省外市场在2013年达到最高的3.58亿元销售之后，近几年的销售额也都在下滑。所以我们看到近几年青青稞酒的总收入，仍然在挣扎之中。

2016年，虽然一些中高端白酒市场开始复苏，但是根据青青稞酒的半年报披露，2016年上半年它的总营收是6.95亿元，营业收入同比下滑3.37%。

为了给公司收入带来新的增长点，公司的管理层还是想尽了方法，除了搞国外进口的红酒之外，最大的手笔莫过于2015年大牛市的时候收购中酒时代。

现在实体经济不好做，如果知道2016年房价涨那么多，我想青青稞酒应该不会把1.44亿元的现金拿来买一个亏损的B2C（商对客）电商吧。

你没看错，就是一个亏损的电商，2015年1—3月就亏损了1612万人民币。2015年虽然没有披露到底亏损多少，不过从并入的利润表我们可以看到，在并入营业收入是7391万元的情况下，单单营业成本就需要7206万元，具体亏损多少，我就不知道了。

根据2016年半年报的披露，它的数据就更看不懂了，电子商务的营业收入是2543万元，营业成本是2222万元。先不考虑这半年电商业

务是否亏损，2015年1—3月的销售收入不是已经达到5746万元了吗，怎么2016年半年收入才2543万元？

而且，明明白酒做得好好的，非得自己搞一个不熟悉的电商业务，毛利率只有可怜的12.56%。虽然只是花费1.44亿元去收购一个亏损的电商，而青青稞酒也只需要不到一年就能赚回来，但是在现在电商获取新客成本高昂的情况下，还豪掷1.44亿元去收购一个电商，是不是值得反思？

不过，也许2015年青青稞酒收购中酒时代只是在牛市的时候多拉几个板，不然一个年收入12亿元出头，而且还在下滑的公司，市值怎么可能被拉到近200亿元呢？

第31章
金徽酒：告诉你一瓶高档酒的成本到底几何？

近几年，我国农村白酒消费正在由低档向中低档过渡，城镇白酒消费正在由中低档向中高档过渡，这就是白酒行业的消费升级现状。

在这波白酒的消费升级中，如果品牌没有布局中高端白酒系列，那么原先属于这个品牌的较低档的消费群体就会转向其他白酒品牌。

当然，很多时候，即使这些品牌推出了较高档的白酒，因为其他白酒品牌在中高端白酒的影响力，这些地方品牌也只能成为这场消费升级的牺牲品。

之前卖10～15元/瓶的光瓶酒，现在已经开始卖20～30元/瓶了。

局限于中低档白酒的枝江酒业已经渐渐跟不上白酒行业的步伐。

2015年“稻花香”的低档白酒的销售额相比2014年下滑了13%，中档白酒的销售额同比增长11%，高档白酒因为基数小，同比增长251%。

从“蓝色经典”洋河股份的管理层中，我们也得到这样的反馈：

“江苏省内由于经济基础良好足以支撑消费的持续升级，其中50～60元向100元价位带、100元向120～150元价位带升级特征显著。目前公司海、天、梦各自占比大概3:2:1，总体占公司收入70%。同时公司正从消费者需求角度出发，考虑对现有海、天产品进行升级。公司产品结构中，梦之蓝保持快速增

长，去年（2015）梦之蓝增长21.6%，今年（2016）1—4月增速更是达到35.6%。”

所以说，白酒行业的消费升级并不是一个炒作的概念，而是一个真实、清晰地演进中的事实。

当然，这里还有一个基础的问题需要回答，在过去的文章中我们也一直没有深入探讨，那就是一瓶酒的成本和各种档次的白酒价格到底是多少?

大多数喝酒之人，特别是酒鬼，都是豪爽之人，“摆酒言欢共叙桑麻”“酒逢知己千杯少”“斗酒相逢须醉倒”“白日放歌须纵酒”。

不过爱酒之人虽然阅酒无数，过去喝茅台、五粮液千杯不在话下，但是一瓶500 mL的白酒成本几何，估计鲜有人能答得上来。

如果我告诉你1000元一瓶的飞天茅台酒的成本也只不过是40～50元，估计你会不相信。当然，今天我们不以茅台作为案例，这是怕得罪太多饮酒之人，毕竟对众多茅粉来说，谈斤论价是对茅台的大不敬。出于数据的原因，我们这里就找了2016年上市的金徽酒为例。

金徽酒业有限公司位于甘肃省陇南市，北靠秦岭山麓，南依嘉陵江畔，气候温暖湿润，素有陇上江南之美誉。金徽酒于2016年3月在A股上市，2015年全年公司营业收入11.82亿人民币，净利润1.65亿人民币，公司市值87亿人民币。

金徽酒旗下产品线众多，低档、中档、高档产品通通覆盖。低档酒主要以世纪系列和陇南系列为主，中档酒则以世纪系列和金徽系列为主。

下面我们就深入分析下金徽酒的成本结构，先看酒的原材料成本。金徽酒是五粮酒，主要原料有高粱、大米等，再加上酿酒用的大

曲，一般酒曲的使用率是18%～22%。

五种粮食的平均成本在2500～4800元/吨，具体的成本需要看五粮的比重。这里按平均3300元/吨计算，粮食的出酒率也有些差异，这里统一按2:1计算，即2吨粮食酿1吨53°的白酒，那么1吨白酒的成本就是6600元/吨，加上每吨白酒需要的酒曲价格是600～800元，这样计算的话，白酒的成本就是7300元/吨。

当然，以上我们算的只是平均成本，如果按低、中、高档来计算的话，金徽酒的低档酒的原酒、大曲等的成本是5490元/吨，中档酒的成本是12 769元/吨，高档酒的成本是15 739元/吨。

什么？高档酒和中档酒每吨的成本只差了不到3000元，换算成500 mL的话，成本价格就相差1.5元/瓶。不是吧！那为什么中档酒卖50～80元/瓶，高档酒要300元/瓶呢？

白酒的成本除了原酒、大曲，还有包装呢，中档酒的包装材料是12 856元/吨，高档酒的包装材料是40 271元/吨。大家想想这是什么意思呢？中档白酒，你买一瓶，喝了一瓶白酒，同时你也喝了一瓶中档酒的包装材料；高档白酒，你喝了一瓶白酒，同时你也喝了接近三瓶中档酒的包装材料。

一瓶500 mL的高端白酒，计算成本的话，白酒的成本是8元/瓶，包装是20元/瓶，加上其他费用，总计成本是30元/瓶，卖你200元/瓶，经销商赚100元/瓶，厂家出厂价是100元/瓶，这就是毛利率为70%的原因。

一瓶500 mL的中档白酒，计算成本的话，白酒的成本是6元/瓶，包装是6元/瓶，加上其他费用，成本是14元/瓶，然后卖70元/瓶，经销商赚35元/瓶，厂家出厂价是35元/瓶，这就是毛利率为60%的原因。

一瓶500 mL的低档白酒，计算成本的话，白酒的成本是3元/瓶，包装是4元/瓶，加上其他费用，成本是7.5元/瓶，然后卖24元/瓶，经销商赚12元/瓶，厂家出厂价是12元/瓶，这就是毛利率为40%的原因。

说到这里，应该没有人再质疑我文章开头所说的1000元一瓶的飞天茅台酒的成本也只不过是40～50元了。

对白酒的各个档次的成本以及销售价格有了一定的了解之后，我们再看文章最开始提到的白酒行业的升级趋势。

从金徽酒2015年的业绩上我们可以看出，金徽酒的低档白酒的年销售下滑了13%。如果看2016年的半年业绩，数据会更加明显，低档白酒的营业收入在2016年H1（上半年）下滑了17.45%，而中档白酒和高档白酒分别增长了18.81%和22.81%。

所以，从金徽酒中，我们看到白酒的升级趋势与之前提到的洋河股份、稻花香、老村长等是一致的。

最后，我看了下金徽酒的每年的产量组成，我真觉得敢上市的白酒公司都挺不容易的，因为敢于直面惨淡的人生。

因此，大家挑白酒公司，如果公司是主攻低档酒，而且中高档酒占比很小或者没有品牌的就要小心了。当然，这也给创业者一个新的机会，因为只要起风，有浪了，就能冲浪了。

第32章
水井坊：第一坊的品牌重塑

引言：水井坊是中国白酒中唯一的“凭空”创造的高端品牌，它的成功得益于其本身的宣传以及时代背景。它在2013年遇到危机后，2015年重新定位其产品，并获得成功。我想通过本文，从商业角度复盘分析水井坊的过往。

1.1998—2012年天下第一坊

1998年8月，四川全兴在曲酒生产车间改造厂房时，发现了地下埋藏有古代酿酒的遗迹。

1999年，据专家鉴定，这个遗迹变为“中国第一坊”。

2000年，水井坊便以高于茅台、五粮液的价格横空出世（当时水井坊卖600多元，五粮液卖500多元，而茅台卖300多元），作为中国白酒的第一高价酒，如雄狮般唤醒市场。

当时水井坊的广告词是：“世界上只有两种方向：指引与被指引；世界上只有两种历史：歌颂与被歌颂。”

这样气势磅礴并且充满豪气的意象直接击中了当时先富起来的有钱人。

而其实，在水井坊正式上市之前，其母公司全兴做了一件十分成功的营销事件：2000年3月，全兴集团突然发布消息，成都水井坊公司

以1600万元购买四川全兴足球俱乐部的冠名权。

在当时，四川全兴队正处于鼎盛时期，1999年才取得其历史最佳名次——全国三甲，是当时所有四川人关心的对象。而水井坊，是一个从来没有听说过的品牌，一时间，舆论热议，同时，水井坊天下皆知。

据当时全兴酒厂总经理黄建勇回忆：“当时冠名全兴足球打响水井坊旗号，就是一次宣传策划。这个效果，多少钱都买不来。集团没有花什么钱，各家报纸都连续将近一周整版报道水井坊。”

水井坊自一上市就得到了极大的关注，2000年销售额为5400万元，2001年销售额就飙升至1.8亿元，这在当时的市场环境下实属不易。之后，水井坊也搭上了中国白酒的黄金十年，到2012年时，收入已经到了15亿元。

在这10年里，水井坊自己也发生了一件大事，就是被酒业巨头帝亚吉欧集团收购。

2006年，帝亚吉欧第一次收购全兴集团43%股份时，交易价格为5.7亿元，折合全兴集团总价值为13.26亿元。之后也有过几次增持，2013年，帝亚吉欧完成了对全兴集团的全面收购，以21.98亿元买下剩余的47%的全兴集团股份，折合全兴集团总值为46.77亿元。

2.收购后的品牌重塑

在2013年之后，水井坊遭遇了滑铁卢。2013年，水井坊销售额为4.27亿元，同比下降72%，2014年销售额为3.28亿元，同比下降23%，这也给整个集团带来了十年来的首次亏损。

这两年的下滑是多方面因素的叠加：一方面塑化剂事件导致了整个行业的寒冬；另一方面，水井坊由于收购后的人事调整，以及销售策略并未及时调整（茅台、五粮液纷纷降价，而水井坊并未降价）导致其在同类产品中竞争力减弱。

作为一个曾经中国最高价的白酒品牌，在收购之后应该怎么去顺应变化呢?

水井坊从2015年开始采取了以下策略:

（1）产品重塑。水井坊目前主推的品类为终端价300多元的“臻酿八号”，配以400多元的井台装以及600多元的典藏装。其定价策略为，臻酿八号价格低于剑南春，而典藏装价格低于五粮液以及1573。

（2）渠道重塑。推广新的总代模式，即公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端，包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。

在我看来，这样的产品重塑及渠道策略是十分聪明的。

从产品来看，主推300多元的产品本身就是既抓住了消费者心理，又符合品牌形象。水井坊之前作为消费者心目中的超高端酒，卖得比茅台、五粮液更贵，而现在只需要300多元即可买到，这就抓住了消费者“买实惠”的心理。同时，目前300多元的价格带为朋友聚餐、商务宴请、婚庆的主要价格，水井坊的品牌又完全匹配“面子”的需要。

从渠道来看，300多元的价格本身就有充足的利润给各个层级（据2016年上半年报，水井坊毛利率为74%左右），同时，通过新的总代模式，公司已经拥有了2000多家核心终端店，通过线下的宣传拉动购买。

十分值得一提的是，水井坊是我看过为数不多的冲破地域限制的白酒，其省外加出口的收入占到总收入的84%，我想这也证明了其品牌的价值。

我们看到，在这样的销售策略下，2015年水井坊的收入为8亿元，同比增长134%，2016年上半年，收入为4.9亿元，同比增长27%。同时，在我们跟经销商的了解中，越来越多的经销商愿意去推广水井坊，并且主动提及水井坊，主要的原因是其利润高于竞品。

最后，从投资的角度来看，水井坊应该是好于金徽酒与青青稞酒的，因为其品牌与定位都更加符合消费趋势，而对于水井坊的未来，乐观地看，如果水井坊能够向剑南春、洋河的天之蓝看齐的话，其销售额应该可以到50亿元左右，但这条路注定充满着挑战与崎岖。

啤酒篇：百威英博：一场没有输家的世纪并购

从2014年第一次在主流媒体传出百威英博将收购南非米勒的消息，时间已经过去了整整两年。在这两年的时间里，百威英博一步步将传言变为现实。在这场世纪收购中，各国反垄断法以反垄断为名，从中榨取一杯羹。

在这场狩猎中，似乎没有输家。

美国的Molson Coors以120亿美金接收SABMiller持有的Miller Coors的58%的股份，华润啤酒回购SABMiller持有的华润雪花啤酒的49%的股份，日本啤酒公司接手SABMiller欧洲的啤酒业务，SABMiller的股东则拿到了1040亿美金的回报。

我们再看看各个公司的股东的回报。

1.收购方：百威英博

百威英博收购SABMiller之后，啤酒业务占据全球三分之一，全球每卖出的3瓶啤酒中，就有一瓶是来自合并后的百威英博。

2016年，百威英博的股价处于**历史最高点**，市值超过2000亿美元。

2.被收购方：SABMiller

作为SABMiller的股东，应该是挺希望看到这样一个结局的，因为公司股价处于**历史最高点**，然后老大来接盘了。

在公司完成被并购的最后时刻，公司股价走势创下了前所未有的高度，这对股东来说，是一种何等的胜利。

3.资产接受方：Molson Coors

虽然并购过程漫长，但Molson也从中分得一杯羹，不对，是拿回属于自己的东西。SABMiller与Molson在北美成立的公司叫Miller Coors，SABMiller持有其中58%的股份，剩下的42%由Molson Coors持有。

Miller Coors的业务集中在北美，虽然近些年的收入不再增长，甚至出现下滑，但一年的收入也达到88亿美元，净利润也达到12亿美元，盈利能力可是高国内的啤酒公司好几个段位。

不过，Molson Coors自身的业务也是惨淡经营了。因为之前Molson Coors只持有Miller Coors42%的股份，收入并不入表，每年计提5亿美元的股权收益。所以如果我们把每年的净利润扣除这5亿美元股权收益，会发现收入竟然是负的。

幸亏百威英博收购了SABMiller，最终Molson Coors能将SABMiller持有的58%股份收入囊中。虽然业务不再增长，至少每年还能贡献12亿美元的净利润。对于投资者最重要的是，Molson Coors的股价也创**历史最高点**。

4.资产接受方：华润啤酒

在这场狩猎运动中，华润啤酒也分到一杯羹，它从SABMiller手中接手了其持有的49%的华润雪花啤酒业务。

但是，华润啤酒的股东可要不开心了，因为公司股价纹丝未动。

至于为什么爆出那么大的消息，公司股价都纹丝不动，一方面我觉得是因为华润啤酒持有51%的华润雪花啤酒，收入本来就是并入华润啤酒的报表，这一点与Molson Coors有所不同；另外一方面，华润雪花啤酒的盈利能力太差了，毛利率只有31%。

当然，虽然华润啤酒公司的股价没涨，但也不算是这场狩猎活动的输家，至少收回了49%的股份，而且价格还不算贵，所以也算是个赢家。

这样看来，找了半天，在这场跨世纪的并购中，我没有找到输家。看来，并购生意的钱好赚啊！

总结篇：酒精行业总结：何时才是一个好的买点?

2016年的茅台有点反常，在12月份还没过完，就在12月23日发布了2016年度主要的营业数据。

茅台的业绩预告发布之后，市场上我们看到不同版本的解读，有隐藏利润说，有20%空间说，还有长期持有说。反正只要股价涨，各种“学说”都有道理，因为大家都在赚钱。

虽说股价涨了，各种“学说”都有道理，但在众多的“学说”中，个人觉得最没道理的要数唯PE派。

什么叫唯PE派，就是只看PE，比如明年每股收益15块，那就给25倍的PE，明年的股价看到375元，进而还有20%的空间。

的确，对于很多人来说，用这种简单的方法说服自己，拿住一只像茅台这些的股票，的确可以。但是，我们很多人都是专业投资者，如果还是这样简单地刻舟求剑难免有点说不过去。

这里，我可以简单地问一个问题：在2015年年末，2016年年初，茅台的股价达到2740亿人民币，在营业收入只有4.5%的情况下，PE是17算是贵还是便宜；到了2017年，营业收入达到19%以上的增长，24倍的PE到底算贵还是便宜?

我相信，很多人都知道这是一个无解的问题。

虽然无解，但PE是15还是25，股价可是差了一大截。可能你口口声声宣称自己是价值投资者，但是你赚的钱全部是来自PE的钱（因为

PE变大导致股价上涨），而不是价值派宣称的净利润上涨。

所以，个人认为作为专业投资者，不能唯PE，啥都看PE，PE贵的不能买，PE低的可以买，这完全是刻舟求剑。

作为专业投资者，更应该能清晰地看到公司、行业的变化，甚至投资者情绪的变化。

拿2016年的白酒行情来说，如果你是个唯PE论者，在2016年年初，那么多白酒公司，我就不相信你看PE就下得了手。

那么，2016年的白酒行情驱动的大背景是什么呢?

“涨价+补库存”。

这个逻辑运用在维生素、氨基酸、原奶、大宗商品、有色金属、原材料等各行各业的公司都成立。

如果你在2016年年初就看清楚了2016年的格局将会是这样，那么你买以上跟“涨价+补库存”相关的公司，业绩收益都会相当不错。

如果你白酒行业也看清楚了这个形势，我想你也不会再纠结PE17是贵还是便宜。你需要思考的问题是买哪一个公司，会在“涨价+补库存”中受益最大。

2016年，我们三钱写了很多有关白酒的公司，估计很多朋友也看吐了。的确，你们没有看吐，我们也写吐了。不过，其实这只写到我们原先计划的一半的公司。

我想，很多朋友通过系统地阅读我们以上写的有关白酒的文章，估计还是一团乱，真到买哪一个公司的时候还是一团浆糊。

我觉得通过阅读以上有关白酒的文章，如果能体会到以下几点，就算是没有浪费时间阅读了。

第一，白酒的护城河很高，没有积淀几乎不可能做起来；

第二，白酒的地域性很强，能全国化的白酒品牌屈指可数；

第三，白酒行业整体正经历一场消费升级。

明白这三点很重要，因为通过了解第一点，我们知道白酒行业是一个可以一直投资的行业，不会像煤炭，可能过几年就不存在的行业；通过了解第二点，我们知道选择白酒行业的哪些公司。如果你深刻理解了第二点和第三点，我想，你手上如果有金徽酒，你现在肯定会抛掉的。

所以，我们写了那么多有关白酒的文章，说明的就是以上简单的三点。

而对于投资，一笔投资成功的关键在于选股和择时。在白酒行业，选股并不难，根据第二点和第三点得出的趋势，我相信大家都能选出还可以的标的，而且总共也才不到20家公司。

那么剩下的问题就是择时，如何找一个好的买点。

在文章的开头，我们也讲了，以茅台为例，2015年年末5%的营业收入增长，17倍的PE到底算贵还是便宜，现在19%的增长，24倍的PE到底算是贵还是便宜。

如果不结合情景，只根据PE来看公司贵还是不贵，就又成了开头所说的唯PE派了。那么，到底如何去判断一个合理买点呢?

1.买入一定要有一个主题和逻辑

看好任何一个公司一定要有一个买入的理由。跟很多人讨论公司，问为什么买入，常听到的理由是便宜。

便宜是一个买入的理由，但是便宜之后还可能更便宜，PE如果5算便宜，跌到2，那么即使你看好这个公司，估计你的信仰都会动摇了，你都会自己怀疑自己的判断了。

所以，很多时候便宜并不是一个买入的理由。在《饮料行业总结：何为投资的确定性？》一文中，我们谈到了网易，如果你在2014年买入网易，我想你绝对不会说是因为网易便宜，因为游戏公司PE是10或5，甚至3的都有，网易十几倍的PE在游戏公司中算是很高的。

你当时买网易，一定是看好网易的手游能够发力，这就是股价上涨的动力或者投资的主题，即投资网易的手游。

同样，2016年白酒公司上涨，股价上涨的动力或者投资的主题是“涨价”。如果你看懂“通胀”这一个主题，我相信这比PE说服力不知道强多少倍。

买入一只股，要有一个主题，或者非常强的逻辑，或者说得明白一点，你赌的是什么？是“涨价”“业务扩张”还是“手游爆发”？总之，一定要有一个主题，否则，再便宜的公司你也最好别去碰。即使没给你亏钱，你的时间成本都非常巨大。

2.底部的技术性确认

有了买入的主题以及你看好的逻辑，很多时候还并不是一个合理的买点，因为这个市场上的投资者并不一定意识到你认为的主题，甚至这些投资者还在放大杠杆做空这个公司。

所以，如果你认为的主题没有得到技术上的确认，那么即使存在一个非常确定的主题，我也觉得不会是一个好的买点。

有关底部的技术性确认的方法很多，一个很重要的就是如果公司股价对市场上很负面的消息都已经不太反应了，那么很可能是底部技术性确认的信号。当然，每个人的技术性指标都有所不同，这个得看个人的理解。

3.风险收益比合理

如果说买入的主题和投资的逻辑是决定公司的upside（正面），那么底部的技术性确认就是决定买入公司的downside（负面），而两者结合在一起就决定了买入公司的风险收益比。

每个人的风险收益比不尽相同。

对于个人来说，有下跌50%以上的空间，至少要有200%以上的上涨空间，即一个公司在得到技术性底部确认之后，你认为最多还有可能50%的下跌空间，那么至少也要有200%的上涨空间，才算是一个合理的风险收益比。

以2016年年初的茅台为例，在200元的股价，如果你认为下跌空间在25%以内，而上涨空间在50%～100%，那么就算一个比较合理的赔率或者风险收益比。

如果是冒下跌50%的风险，换取50%的上涨空间，那么我个人是不愿意去冒这个险的。

所以，总结起来，什么方面决定是一个合理的买点呢？我觉得是风险收益，而风险收益比又由买入的主题和技术的底部确认共同决定。

历史篇：为什么央视标王是白酒?

之前，研究巴菲特的投资，发现他在二十世纪七八十年代，对报纸行业十分中意，他先后投资了《华盛顿邮报》《布法罗晚报》等多家媒体。记得巴菲特投资媒体的逻辑大体是：

“媒体就像是独木桥上的收费站。”

媒体的价值在于其对信息传递的渠道。而在我看来，中国媒体力量的最好诠释便是中央电视台的标王。

这章想分享的秦池与孔府宴酒是中央电视台第一届到第三届的标王，可以说是中国媒体力量的巅峰之作。同时，我也想通过这两个最早的案例去思考：为什么央视最早的标王都是白酒?

1.孔府宴酒

1994年11月，在首届中央电视台广告竞标中，孔府宴酒以3079万元摘得“标王”称号。当时，人们普遍认为，标王会在当时广告曝光率最高的孔府家酒和太阳神之中诞生（孔府家酒当年借用《北京人在纽约》，一夜成名）。然而，与孔府家酒同饮泗河水的孔府宴酒竟爆冷摘取标王。

3079万元在1994年是一个天文数字，一时全国的媒体将闪光灯对准了孔府宴酒。1995年，孔府宴酒借标王之势，实现销售收入9.18亿元，完成利税3.8亿元，跻身全国同行业前5位。

我想，在当时能够意识到标王价值的豪杰，是极具前瞻性的。在1995年，消费者获取信息的渠道还十分欠缺，电视在当时是最新颖、最快速，同时也是占用人们时间最多的媒体，同时，那时候地方电视台的能力比央视差太远，这就让央视在整个电视媒体渠道处于垄断地位，影响力极大。

2.秦池

1995年11月，又是在中央电视台的梅地亚中心的竞标现场，坐着风头正劲的孔府家酒与孔府宴酒，饮料新贵娃哈哈、乐百氏，以及当时保健品巨头沈阳飞龙、三株、太阳神。

竞标会上，全场的目光都集中在“两孔”身上。1994年与标王失之交臂的孔府家酒卷土重来，开出的标底是6298万元，而上届的标王孔府宴酒出价6398万元，正好比孔府家酒高出100万元。但没想到的是，有家名叫“山东秦池酒厂”的出价最高，以6666万元竞得标王。

舆论一片哗然，没人知道谁是秦池酒厂。在场的秦池酒厂厂长姬长孔，第一次成了媒体的焦点。

1995年的秦池，销售额刚刚过亿元，而在标王的魔力下，1996年，秦池的收入就到了9.5亿元，利税2.2亿元，分别是1995年的5倍和6倍。

3.标王为什么是白酒?

从1995年的孔府宴酒到1996年的秦池，媒体的力量第一次如此爆炸性地展现在所有公众面前，而这样的力量也让当时所有的中国企业

趋之若鹜。

1997年11月的梅地亚中心，参加竞标的企业已经到了200家，而在1995年的时候仅为93家。当天，秦池以3.212 118亿元再次获得了标王（这个数字是当时姬长孔的手机号码），这一刻，秦池真正到达了巅峰。

3.2亿元是秦池1995年利润的6倍，外界都开始怀疑秦池能否拿得出这笔巨款，而3.2亿元的标王数字，直到2005年才被打破。

也许你面对1995年、1996年标王的产生，你会产生疑问：**“为什么是白酒企业成为标王？”**

我想一方面是白酒的暴利能够支撑高昂的宣传费用，这样的暴利让无数人趋之若鹜，而消费者却不知道该如何选择。

而在当时，整个白酒行业的发展处于一个野蛮生长的状态，但其实已经面临产能过剩。1995年中国白酒产量达到创记录的770万吨，1996年更是达到800万吨，而这两个产量到2010年才被超过，足见当时白酒的火热程度。

另一方面，这样的火热状况让白酒企业只能通过广告来影响消费者，扩大自己品牌的影响力。而在初期，这样的宣传效果是极佳的，并且是一个正循环，尤其是找到央视这样的权威来背书自己的产品，这也让姬长孔说出了“每天开进央视一辆桑塔纳，开出一辆豪华奥迪”。

这两个因素让白酒企业成了1995—1997年这三年的“土豪”，一掷千金，但这样的情况又让白酒企业在某种情况下被广告绑架，自身并不能盈利，因为任何一家企业不通过媒体去宣传，则会面临死亡。

1996年的前任标王孔府宴酒就是最好的例子。因为1996年没有取得标王，孔府宴酒的业绩便开始下滑，从此一蹶不振。其实这有点像现在的房地产企业，面对库存过剩，只能通过不断地制造地王来维持地价，将库存清掉。看似风光，实际上并没有赚钱。

4.后记

随着1995年、1996年的白酒标王诞生，全国大大小小的白酒企业如雨后春笋般遍布全国，而各种白酒广告更是充斥各种媒体。后来，国家有关部门下文限制白酒产量，同时对媒体广告密集投放做出限制。

1997年，秦池酒爆出“川酒勾兑”的丑闻，结果就在1997年，秦池的销量并不是预想的15亿元，而是6.5亿元，1998年进一步下滑到3亿元，姬长孔也离开了秦池，从此秦池一蹶不振。如今，从天猫的数据来看，秦池天猫店的关注人数仅为53人，早已没人再谈起秦池了。

而孔府宴酒后来因为1996年没有取得标王，业绩便开始下滑，后来也受到秦池“川酒勾兑”的影响，销售也是难有起色，而近年也是面临重组，其影响力早已不可同日而语。

央视最早的两个白酒标王就这样陨落在历史的长河之中，而与此同时，我们也发现，曾经具有垄断效应的央视也正在被新兴的媒体取代。也许几十年后，我们会发现，现在我们热议的东西都已不复存在。

投资篇：塑化剂：一堂活生生的投资课

巴菲特说过一句名言：“别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪。”

我想，这句话运用在大事件里面是很好的诠释。2008年9月，三聚氰胺事件，伊利股价从14元/股，仅用一个月时间就跌到6.45元/股，跌幅53%，市值跌到不到50亿元。2012年11月，塑化剂事件，酒鬼酒连续4个跌停，中国第一高价股贵州茅台从当时最高的200元最低跌到83元，跌幅59%。

借此机会，再次复盘“塑化剂”事件，从投资的角度去思考总结其中的恐惧与贪婪。

1.塑化剂前的白酒市场

2011—2012年的白酒市场可以说是极其夸张的。

如果我们打开酒鬼酒2012年的季报，可以发现，2012年第一季度，销售同比增加182%，净利润同比增加467%，而之后的两个季度，仍然保持这样的增速。这样增速的背后，是中国酒市场的极度疯狂。当时的疯狂有一个显著的特点，就是冰火两重天，高档酒十分抢手，假货遍地，而低档酒无人问津。这就同当下北上深的房子与四五线城市的房子的买卖情况一般。

为什么如此疯狂？我想有这么两个因素。

（1）作为龙头的茅台年年涨价，就跟现在的房价一样，一涨就涨十几年，突破了人们一层层的心理防线，让人们将酒涨价当成了不变的真理，也让人们养成了有钱的时候多买酒来窖藏的习惯。

（2）当年“三公”消费比当下要夸张很多，具体数据我也没有，但我记得当时如果你要去买茅台，外面都是假的，因为传言真的茅台都不在民间，也正是这样的高档酒的饥饿营销般的政策，让高档酒年年涨价，年年缺货。

这两个因素让高档酒进入“正循环”的过程，而让低档酒进入“负循环”的过程。

酒鬼酒正巧由于之前洞藏酒，又是高档酒，便搭上了这辆“快车”，从2012年1月股价最低为20元，短短半年时间，7月就涨到60元，涨幅300%。

2.黑天鹅：塑化剂

2012年11月，酒鬼酒被曝塑化剂超标。从2012年11月23日开始，酒鬼酒连续4个跌停，短短7个交易日，股价从48元跌到27元，跌幅44%。而这只“黑天鹅”也将整个白酒行业带入了一个严冬。

随之而来的是茅台也被曝出塑化剂超标，引起了整个白酒行业的巨震，虽然茅台官方否认其含有塑化剂，但于事无补，整个白酒行业的销量开始进入寒冬，而以前年年涨价的茅台也开始了降价促销。

一时间，白酒成了毒药一般，人人谈虎色变。

酒鬼酒2013年销售额下滑58.6%，2014年下滑43.4%，短短两年时间，其销售额从16.5亿元下滑至3.9亿元，下滑76%。我们也可以看

到，五粮液、茅台也同时降价，其中五粮液2013年的营收也出现了20%的下滑，至于茅台的营收为什么没有下降，留给读者去思考。

而整个白酒行业的股票，从2012年年底开始了一年多的下跌，大概在2014年1月，大多数白酒股票跌到了最低点，其中很多股票跌幅都在80%左右。

3.贪婪与恐惧

当时塑化剂事件一出，段永平也拿出了自己的茅台酒送去美国检验，而当时很多媒体甚至认为是段永平做空了贵州茅台。

而之后，段永平也在自己的博客中表示，自己并没有做空，而是在等待时机做多。

而如今，我们再回头去思考塑化剂事件的时候，有这么几个问题我想是值得思考的：

（1）为什么不考虑买酒鬼酒的股票，而去买茅台的?

（2）什么价位买才是合适的?

我想，其实贪婪与恐惧的背后，一方面是人性，另一方面其实是要求投资者对商业的深刻理解。如果我们仅仅是用“贪婪”与“恐惧”去思考，我想，我们并不能在酒鬼酒与茅台之间做出正确的选择。

最后，我用段总的一些想法来变相回答以上的两个问题，希望能够让大家更深刻地认识到投资的一些要义。

“大致重复一下自己的观点：一、茅台不可能主动加塑化剂，但由于之前的工艺或环境等问题可能真的多少有点，这次的检验结果间接证明了这点。二、在一的前提下，该喝茅台的还是会喝，因为酒精的伤害要大得多，按报告结果分析也大致可以说明这点。三、禁酒令对茅台的销量影响应该不会太大，这个纯属个人看法。四、茅台这个价格从长期来看不贵。这里不贵的意思是现在这个价买茅台，五年以后怎么看都应该比存银行要合算得多。”

“好不好喝是关键。茅台已经‘好喝’这么多年了，居然有人非说人们买茅台是因为茅台贵。有趣，这有点像说iPhone用户都是为了显摆一样。消费者的眼睛是雪亮雪亮的，只要时间足够长，啥事都能明白。”

我想，当你理解了这些，你也不难理解为什么塑化剂之后茅台可以创新高，而酒鬼酒仍然只有最高点的三分之一，以及为什么三聚氰胺事件后，伊利股份的市值从50亿元涨到了1000亿元。

对于投资，虽然巴菲特说过，别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪。我想，其实还要加上我们对事物深刻的理解。

第三部分
挖掘调味品行业

第33章 2016年大事件之宝能

珠海是个神奇的地方，在珠海周围的三个地级市诞生了中国调味品行业的三大巨头，其中位于江门市的李锦记更是诞生于珠海南水镇。

珠海神奇的地方不仅于此，在2016年全国城市房价排行榜中，珠海以接近19000元/平米的平均房价荣获第8名的好成绩。不过如果以横琴作为样本的话，那么它的排名估计要仅次于第2名的北京了。

估计是看到港珠澳大桥的开通极大拉高了珠海的房价，姚老板看到了深中通道给中山带来的商机。

在2015年9月8日，宝能姚老板旗下的前海人寿保险股份有限公司宣布参与中炬高新的非公开股票发行45亿人民币，发行价为14.96元/股。

如果你仔细一查就会发现中炬高新不就是厨邦酱油吗？姚老板一个做房地产搞保险的怎么看上了一个做酱油的?

姚老板看上的当然不只是中炬高新的酱油，还有那块城轨中山站北侧的地。至于这块地到底值多少钱，那就要看因为深中通道中山的房价能炒到多高了。

有分析师在喊，这块地保守估计至少值44亿元，反正这些分析师不去那里买房，他们当然希望越高越好。至于值多少，大家可以自己去做做功课。

如果为了这估值44亿元的地，姚老板要花45亿元的现金，我想即使你再有钱也会掂量掂量。

老巴说，做啥投资都需要安全边际，那姚老板扔这45亿元的安全边际是什么？未来的空间又在哪里？

斗转星移，改朝换代后还能存活的公司不多，过了百年还能存活下来的公司以调味品行业居多。日本龟甲万创立于1917年，起源可追溯至1630年；中国海天酱油厂成立于1955年，海天古酱园则有300多年的历史；厨邦酱油的香山酱油也起源于清末民初；李锦记创立于1888年，早就破了“富不过三代”的定律。

调味品历史积淀形成的“护城河”是非常难被打破的。因此，拥有百年记忆的厨邦酱油就是姚老板入主中炬高新的安全边际。那成长空间是什么呢？

1.毛利率提高

在众多酱油中，出厂价最贵的既不是卖有机酱油的千禾味业，也不是国内调味品中的味好美——海天味业，而是厨邦酱油。

根据各公司的年报推算，厨邦酱油2015年酱油的销量是30.81万吨，出厂价接近7000元/吨；而海天酱油和千禾味业的酱油的出厂价都在5000元/吨左右。

即使厨邦酱油的出厂价每吨比海天酱油高2000元，但它35.59%的毛利率与海天酱油44.33%的毛利率相差近9%。毛利率相差如此之大的原因，有些人已经做了相应的调查。

一方面因为海天是利用脱脂大豆来制作酱油的，而厨邦酱油利用的是黄豆，所以厨邦酱油的吨成本比海天酱油高了足足800元；另一方面海天在经销渠道方面更加强势，供应链方面也具有更强的谈判能力。

这也很容易理解为什么在股东大会中，管理层要进行食用油产品的开发。不过，我觉得这里分析师问的问题并没有问到点子上，真正的问题应该是“为什么不直接采购脱脂大豆”。

因为如果是为了10%～15%的毛利率去做油，这不是拉低整体毛利率的事情吗？所以厨邦做食用油并不是因为销售渠道同质的问题，而是因为食用油是附属品而已。

公司进入食用油行业是因为公司在用大豆进行酱油酿造之前可用物理压榨提取使用非转基因大豆油，最终虽然吨成本比海天高，但是对附属品压榨油的利用，将会提高公司的毛利率。

不过我还是不理解为什么厨邦不学海天直接采购豆粕，难道是为了方便控制原料质量？

2.品类扩张的潜力

印象里的海天就是个酱油公司，但在2015年海天味业高达113亿元的销售额中，酱油的收入只有67亿元，调味酱和蚝油贡献的收入分别达到18亿元和17.8亿元，合计占比已经超过总收入的40%。

相反，我们看厨邦酱油的收入组成，73%的销售收入来自酱油，13%的销售收入来自鸡精。而为海天味业贡献了超过总收入40%的调味酱和蚝油品类，厨邦几乎没有。

还好，公司管理层也意识到了这个问题，在股东大会中，公司也提到了考虑投资酱料和蚝油领域并且已有投资目标。

如果未来厨邦酱油能够通过对大豆压榨的食用油加以利用，提高公司毛利率，同时通过切入新的品类，那么未来公司的毛利率、净利润率和营业收入都将有很大的提高。

在我看来，姚老板看重的并不只是中山城轨站旁边的那块地，更是厨邦酱油未来毛利率提高带来的净利润提高以及在品类扩张上的潜力。

最后，你问我现在厨邦的估值贵不贵？因为品类扩张和毛利率提高，如果2018—2019年公司的销售额能达到40亿～50亿元，净利润率达到15%，那么公司的净利润将达到6亿～7.5亿元，如果A股那时候是牛市的话，那么估值至少能上300亿元，如果你能熬到那时候而且这个收益率满足你的要求的话，你可以再仔细做做功课。

第34章
中国的龟甲万之千禾味业

对于酱油，我先提两个问题：

1.你知道酱油里面是会放味精的吗？

2.你知道酱油里面是含防腐剂的吗？

我选了两款中国市场卖得最好的酱油，里面的成分都含有谷氨酸钠、苯甲酸钠等添加物。**其实谷氨酸钠就是味精，而苯甲酸钠就是防腐剂。**

当我发现这个秘密的时候，十分纳闷。难道酱油都是这样的？

还好我见多识广，知道日本有家企业，做酱油300年，号称全世界最好的酱油。这家公司的名字叫kikkoman，中文名叫龟甲万（2016年龟甲万的市值为485亿人民币，收入为216亿人民币）。他家的酱油是什么样呢？

龟甲万的酱油原料只有大豆、小麦、食盐、食用酒精，并没有含任何添加物。

难道国内就没有人做龟甲万这样的酱油吗？

我想到了我奶奶，她吃的酱油应该比我吃的米多，我便打电话回家问我们家用的是什么酱油。我奶奶告诉我，家里用的是“千禾”酱油。我从未听过这个牌子，我还以为我们一直用的是李锦记或者是海

天，便问奶奶为何买这款酱油。奶奶告诉我，这是零添加，并且用的是头道酱油，氨基酸最多。

千禾酱油？这是什么来头，竟然将我奶奶洗脑洗得如此厉害。这让我产生了十足的好奇心想看看。

我进入官网，一看其产品，主打的就是零添加与头道酱油，十分醒目。

很巧的是，我发现这家公司上市了。

千禾酱油的收入增速是高于整个行业的，也是高于行业龙头海天的（海天2015年的收入增长为6.7%，当然，很大程度上是因为海天的基数大，2015年海天酱油的销售额是67亿元）。2016年，海天味业的市值为850亿元，而千禾味业的市值为55亿元。而其实整个酱油行业是处于一个相对分散的市场。

目前，千禾味业的零添加的占有率是第一，而千禾正在扩大自己的销售市场，将重点开拓一线跟省会城市（目前，西南市场是其主要市场）。

那么，千禾味业面临的问题就是，其主打“零添加”的产品是不是未来的主流产品？不知道作为读者的你，当你稍微了解酱油后，你还会去买添加了味精和防腐剂的酱油吗，还是选择像千禾这样零添加的酱油？我的判断是，**随着我们生活水平的不断提高，更多的人会选择零添加酱油。**

当然，像海天这样的巨头也看到了这样的趋势，所以也推出了零添加酱油。那么消费者在海天和千禾之间会选择谁呢？也许从下面这段千禾味业管理层的话，你可以找到些思路。

“零添加的壁垒一点都不高，但是零添加又好吃的壁垒非常高……我相信，零添加的基础上更美味是我们的优势，因为它是一个方方面面的东西，比如说工艺配方、设备、环境、管理要求。”

当谈到环境时，管理层又这么说道：“我们的环境是天府之国，气候的温度、湿度适合天然发酵……还有就是水源，我们的水是高原之水，5300米的雪水，纯净甘甜。”

千禾味业的管理层，他们有两点十分吸引我。

第一点是对于并购的态度。虽然在A股市场，很多公司喜欢收购热门行业以刺激股价，而千禾的管理层将自己定位在专注聚焦调味品，对于并购，一定是在很多条件具备的前提下才会去考虑。这是我喜欢的企业类型：专注。

第二点是千禾味业是家族企业。伍超群和伍建勇两兄弟持有公司57%的股份，而对于两兄弟的分工，伍超群这么说：“我们一直强化的就是研发……在这一方面我大哥是十分痴迷的，他可以把国内外绝大多数有品牌的酱油品鉴出来，可以辨别出来是哪个企业的、使用了什么工艺。我俩分工很明确，我做战略和管理，他搞技术。”

这么一家创始人居然能够尝出绝大多数品牌的酱油，还能分辨出酱油是哪个企业、使用了什么工艺的企业，我真的是十分喜欢。

看了这么多，你如果问我现在能不能买，我只能说，如果你买的是情怀，请自便，而如果你想在一个合适的价位买入，我觉得可以再等等，毕竟8倍PS、近60倍PE的传统行业公司，还是太贵了。如果你不知道这是什么意思，欢迎再去看看我们分析的可口可乐案例。

最后，作为一个四川人，还是要给我们四川的千禾味业打个广告，如果你想消费升级，吃零添加的酱油，还是选择千禾酱油吧，毕

竟，你吃的是5300米雪水酿出来的呢。

其他一些杂想：

1.细心的朋友可能会发现，怎么全世界最大的酱油厂龟甲万的收入是海天味业的一倍，市值却只有海天的一半？我想可能有两个原因，一个是市场不同带来的估值不同，另一个是海天的净利率是我看过的调味品行业中最高的，竟然能达到20%以上，这一点确实让我不得不佩服海天。

2.另外一点想补充的是整个调味品行业的集中度问题。我们无论是对比欧美、日本调味品行业的集中度，还是近些年我们国家调味品行业的集中度变化，我们可以预见调味品行业一定是越来越集中的。那么，这里面一定会出现一些大市值的公司值得我们去发掘。

第35章
料酒背后的投资逻辑

在每个人一生旅途中，总有些人会成为别人大脑皮层下的传奇。

早在1997年乔布斯回归苹果的时候，他就将大脑皮层下的传奇以广告“Think Different”呈现给世人，多年后老乔也成为世人大脑皮层下的传奇。

在现代商业中，很多企业家为了企业的生存都深知“Think Different”的重要性，用另外一个词表述就是“产品差异化”或“产品独特性”。

在股市中，我们看到的现象却往往不是“Think Different”，而是“Think the Same”。比如，我们看老恒和酿造这家公司上市的时候。

2014年1月老恒和酿造全球公开发行股份，其中对香港的散户发行12 500 000股。按当时发行价每股7.15港币/股，香港股民超额认购1044倍，冻资达943亿港币。

但好景不长，老恒和酿造上市不到两个月就遭遇了滑铁卢。在2014年3月31日，因为一封题为**“老恒和挫26%…………听到市场传闻”的电邮**开启老恒和酿造的暴跌模式。

从上市之后创下最高的10.90港币，下跌到2014年5月的4.79港币，只有短短两个月的时间，虽然没有美股那么狂野，但和A股比起来，港股的散户朋友还是足够任性。

接下来的两年，老恒和酿造虽然业绩一直在增长，净利润也超过两亿多人民币，但是在造假、高毛利率、高净利润率、高库存的质疑声中，老恒和的股价一直在原地打转。

近期的交易量甚至只有可怜的几万股、十几万股。

以至于有些想抄底老恒和酿造的基金不耐烦了，要买60 000 000股，按照每天10万股的交易量，这要买到猴年马月啊?

为了不委屈公司的交易员，Natural Seasoning International（HK）Limited公司决定直接找公司增发。

2016年6月23日，老恒和酿造发布公告完成认购新股份，NSI公司认购公司60 000 000股，每股按6港币计算，认购金额为3.6亿港币。

当时的股价是4.7港币/股，港股新增发股份一般不都是折价增发吗？为啥老恒和酿造那么牛×，能让人家溢价增发，多掏7.8千万港币，这不是小数目啊。

难道NSI是一个皮包公司?

还真不是。虽然Natural Seasoning International公司名称听起来很山寨，但是其母公司的控股股东是Lunar Capital，中文名叫云月投资。

大家肯定没听说过云月投资，不过官网确实做得不错，而且合伙人还有老外，简介上写的是云月投资成立于1999年，目前专注于消费品投资。这样看它入股老恒和酿造也就说得通了。

看看其团队成员，还是很厉害的。其中的一个合伙人为程业仁，程先生具有25年消费相关领域的经验，并担任过百威英博公司大中华区总裁。

好吧，看这个公司的架势完全不像是来忽悠的。我想，他们扔这3.6亿港币之前应该好好调查了老恒和酿造这个公司，不可能造假吧。至少他们用真金白银的“子弹”去做了，所以还质疑造假的投资者请用真金白银去做空老恒和。

我们看看新增发完之后的老恒和酿造的股权结构。老板陈卫忠持有48.06%的股份，一股未减持；海外信托计划的12.55%的股份是2015年5月从之前的二股东Foremost Star手中接手的，也一股未减持；认购方就是云月投资，持有10.37%的股份，这也是个长线投资的主；剩余的29.02%为其他股东持有。

这里有一个疑问，持有剩余的29.02%的股东应该都是比较分散持股的，为什么高达1.5亿元的持股，每天只有10万股的成交量，这着实非常让人不解。还希望了解详情的人解答疑惑。

话说回来，之前那么多人质疑老恒和酿造，到底质疑的是什么？

1.高毛利率

很多“Think the Same”的投资者说，2014年、2015年老恒和酿造的毛利率分别为57.8%、56.4%，竟然比调味品的龙头老大海天味业还高，肯定是造假。

当然，稍微有点常识的人都知道，酱油是用黄豆和大豆酿造的，而料酒是用糯米酿造的，虽然酱油和料酒都是调味品，但料酒本质上是酒。

这些稍微有点常识的投资者会对比古越龙山，古越龙山是做黄酒的，当看到古越龙山的毛利率只有34%，再看看老恒和酿造的56.4%，肯定是造假的。

这种刻舟求剑的想法，不知道如果五粮液的投资者看到茅台92.41%的毛利率，会不会认为茅台也是在造假?

这时，茅台的投资者会回句：呵呵，哪天茅台的毛利率没准能涨到95%以上。

而且，这些刻舟求剑的投资者怎么不好好看看同样是生产黄酒的金枫酒业，金枫酒业的毛利率达到48.50%，出厂价是9671元/吨。

根据公司年报，老恒和酿造卖得最火的是中档料酒，在天猫上卖8.5元/瓶，一瓶500 mL，折算成销售价的话为17 000元/吨。老恒和酿造的出厂价应该能达到10 000元/吨。因此，如果老恒和酿造的吨成本和金枫酒业的差不多，达到56.4%的毛利率是完全有可能的。

如果还在和海天味业的毛利率进行对比的投资者，可以再仔细看看海天酱油、厨邦酱油的出厂价是多少。

关于毛利率的问题，我看了一段对老恒和酿造老板陈卫忠的采访，我觉得挺认同的。他说：“调味品的薄利多销已成为过去式，毛利高一点，才能够有动力来支撑这个企业向前发展。”

为什么那么多餐厅都在用地沟油?为什么那么多食用油企业要出调和油?为什么城里人吃的食用油比农村人差?想必大家都知道其中的原因。

2.高库存

公司的股价在2014年和2015年遭到疯狂抛售的原因是公司的库存增长太快，很多投资者也认为公司可能借此造假。

的确，公司在2014年增加了5.03亿人民币的存货，加上2015年增加的1.14亿人民币存货，2015年年底公司的存货已经高达9.45亿人民币。

对比同样是生产黄酒的古越龙山和金枫酒业。2015年古越龙山和金枫酒业的库存分别为33.59万吨和21.02万吨，金额分别为19.74亿元和7.75亿元。对比库存（元/吨）的差距，我们已经可以知道为什么古越龙山的毛利率会只有34.52%了。

这里非常好奇，为什么同样是做黄酒，古越龙山的吨库存比金枫酒业高了超过2000元/吨?

如果老恒和酿造的吨库存和金枫酒业的接近的话，那么老恒和酿造的库存大约为25万～26万吨。

这时好奇的人又会问了，25万～26万吨的黄酒，老恒和酿造的工厂就那么大，放得下吗?

在对老恒和酿造老板陈卫忠的采访中，我们知道老恒和酿造目前有900多万坛黄酒。

2014年新增的存货使用的是长长的不锈钢的圆柱型桶。据网上资料，公司投资8000万元盖了253个320立方米的不锈钢罐。

我们算算总库存，900万坛，每坛算40斤（网上资料），900万坛总库存18万吨，253个不锈钢罐能装8万吨。

两部分总计26万吨，与前面估算的25万～26万吨差不多。也就是说根据公开数据，公司的库存完全可能是正常的。

所以我觉得逻辑上完全讲得通。

钱真理问：“分红吗？”

我查了查，2015年每股分了人民币8.8分，2.5%的分红。如果股价不涨，只能拿这点分红了。

如果毛利率和库存都能合理解释，那么终端销售有那么多人买吗？餐饮渠道和商超渠道的销量大致如何呢？

最后你要问我老恒和能买吗？我只能说，至少看看大家都在用什么品牌的料酒吧。

BTW，Think Different and Make Decision By Yourself.

第36章 海天味业：为什么说走了一步臭棋?

2016年调味品市场并没有太多的新鲜话题，有的话就是调味品公司跨界做饮料。前有恒顺醋业推出“小苹果”醋饮料，后有海天味业推出“张小主”醋饮料。一个公司需要跨界去做另外一个自己完全不熟悉的生意，仅从这一点也可以看出公司的日子不好过。

从发布的2016年半年报来看，也的确印证了调味品老大海天味业日子不好过的说法。向来保持两位数增长的行业，现龙头老大的增长都只有个位数，而且2015年增速保持在33%的蚝油业务，2016年上半年的增速也只有7.02%。

即使这样，海天味业跨界去做一款饮料靠谱吗？海天味业可是中国的味好美，市值850亿人民币，比美国的调味品老大味好美高出90亿人民币，虽然年总收入只有味好美的42%。

当然，海天估计是看到陈生做醋饮料做得风生水起，2015年光醋饮料就卖了15亿元，还登陆新三板。

但是，醋饮料还真不是那么好做的，天地壹号2015年半年收入做到6.4亿元，2016年半年的收入就只有4.5亿元，直接下滑29%。

业绩下滑的原因倒是非常滑稽。因为天地壹号之前送的三瓶330 mL饮料现在不送了，经销商就反抗了，最后陈生还是乖乖送饮料，发公告解释销量依然很好**（天地壹号已在开拓省外市场，九江的工厂已在出货，如果天地壹号能打开市场，现在是一个非常不错的价位）。**

相比于海天，我就实在看不懂了。你说饮料的渠道和调味品的渠道相差非常大，做饮料还得重新建立渠道，而且这个市场并不是那么大呀。

2015年整个醋饮料市场也就30多亿元，其中天地壹号就占了15亿元，而且几乎都在广东市场。即使中国人天天喝醋饮料，按照日本人的消费量，市场也就325亿元，问题是这需要教育用户多少年啊，要让整个行业扩大10倍，那是什么概念。

即使未来几年行业能扩大10倍，你是跟深耕醋饮料十几年的天地壹号竞争，人家是身家性命都在那儿，战斗力和心态必然不是把醋饮料当作副业练练手的海天能比的。

我就不懂为啥海天味业不能把目光放得“近”一点。目前海天味业调味品中的“三驾马车”是酱油、蚝油和酱料，但是整个调味品行业可不止这三个品类啊，还有食醋、料酒、腐乳、酱菜、鸡精、香辛料、复合调味品……

我们介绍过中国人一年要消费食醋400万吨，料酒也要消费200多万吨。食醋按5000元/吨出厂价计算，那也是200亿元的市场啊；料酒按10 000元/吨出厂价计算，那也是200亿元的市场啊。目前这两个品类的行业集中度远低于酱油，两个现成的200亿元市场不好好做，非得跨界做个目前只有30亿元出头，梦想有300亿元市场的醋饮料。

有人会说，海天现在已经建厂在做醋和料酒了。我们看看外资是怎么在中国迅速地做大单一品类的。

1998年，雀巢收购中国市场的鸡精第一品牌太太乐80%股份。

2001年，雀巢收购国内第二大鸡精生产商四川豪吉60%股权。

2006年，日本味之素株式会社对外宣布，以约18.45亿港币的价格收购了香港达能亚洲公司旗下的淘大食品集团和上海淘大食品集团60%股份。

2010年，亨氏在其美国官网上宣布将斥资1.65亿美元收购中国福达食品公司，后者拥有味事达和广合腐乳两个知名品牌。

2013年，味好美宣布以9亿人民币（约合1.41亿美元）完成对武汉亚太调味食品有限公司的收购，旗下拥有“大桥”与“厨师乐”牌味精两个品牌。

所以我个人觉得海天味业作为中国的味好美，公司的战略还是太过保守，公司应该去做适当并购。调味品行业由于极深的“护城河”，用户的品牌忠诚度非常高，所以并购的风险远低于其他行业。虽然保守的策略能减少公司的风险，但是也会让公司错过很多机会。

我们看整个调味品行业的版图，目前海天味业的优势主要集中在液体调味类和腌制调味类的酱料。在固体调味料品类，海天则完全没有布局，说实话也没有机会布局，因为好的标的早就被外资收购了。**从这点也看出外资的眼光实在犀利。**

海天仅有的两个子品类为食醋和料酒，目前分别被恒顺醋业和老恒和酿造把守。

对于这两个品类，公司的主要策略还是自己建厂，没有采取并购策略。据公开资料，海天江苏宿迁基地新建完成将有15万吨的醋生产能力，5万吨料酒生产能力。

这里有个不切实际的想法，如果老恒和酿造业绩没有造假问题，现在有二十多万吨的料酒库存，海天直接把老恒和收了，不就迅速占领料酒第一品牌了吗？再通过海天已经建立的渠道，迅速拉开与其他料酒品牌的差距。

最后很好奇的一点是，市值比味好美还贵90亿人民币，收入却只有美国味好美42%的海天，为什么还有那么多机构一致性看好？**当然这些机构可能会说海天的净利润率是味好美的两倍。**

第37章
恒顺醋业：多元化道路有多难？

快消品行业，无论是投资者，还是经营者，往往都有一个很大的毛病，那就是低估市场竞争的难度，高估消费者的接受程度。

以恒顺醋业为例，在大多数投资者的眼里，作为一个拥有175年历史的老牌高端醋品牌，在国内醋饮料逐渐成熟的条件下，利用已经建立的渠道**（事实上，饮料的渠道和食醋的渠道是不一样的）**，推出一款醋饮料，那是一件水到渠成的事情。

在2014年10月，恒顺集团不负众望，推出了一款非常时尚的苹果醋饮料，借筷子兄弟的《小苹果》之风，将产品命名为“小苹果”。有了“小苹果”，恒顺饮品随后又推出了一款“老菠萝”，一“老”一“小”同时切入饮料市场。

在推出新产品的同时，恒顺集团也懂炒作股价，新产品刚推出，就夸下海口为醋饮料制定了2015年3亿元的销售目标**（当然大公司的宏伟目标可能我并不懂）。**

投资股票最终是投资公司，作为投资者，如果你是公司的管理层，我相信你也会经不住诱惑想动醋饮料市场的“奶酪”，毕竟100亿元市场的蛋糕谁都想啃一块。这不，你看陈生既不是种苹果的，也不是生产醋的，捣腾了几年，一款天地壹号苹果醋饮料，就做出100亿元市值。而恒顺作为175年的老品牌，也不过70亿元的市值。

恒顺集团的管理层当然也看到了这个市场，他们最终不是推出两款产品，而是一口气推出了小苹果、老菠萝、刷屏宝、山楂妹的PET

瓶和易拉罐瓶总共4种饮料、8款产品。

如果我没有理解错的话，恒顺醋业占恒顺饮品有限公司47.5%的股份，恒顺集团有限公司只持有7.5%的股份。恒顺醋业控制恒顺饮品有限公司的财务和经营政策，**也就是每年恒顺饮品的业绩是要并入恒顺醋业的。**

下面我们对比恒顺醋业2014年和2015年的公司业绩。

对比以后我们发现，其他项只增长1300万元的营业收入。如果饮料收入是记录到这一块的话，那么2015年恒顺饮品推出的8款饮料的收入才1300万元？加上广告费、渠道费、线下推广及铺货成本，这饮料也亏得不轻**（但愿我的理解是错的，专业人士可交流解读）。**

这几款饮料的零售终端价格是3元，比起天地壹号、加多宝、王老吉没有任何优势。细想想，3元一瓶的新款饮料，线下渠道怎么给你推？作为一个经销商，卖你的产品还不如卖加多宝、王老吉赚得多，谁给你推?

此外，饮料的主要销售渠道应该是在餐饮和线下士多店，这和醋的商超渠道有很大的不同**（关于线下情况，欢迎江苏的朋友提供反馈意见）。**

对于醋饮料，球友也给了一定的反馈。总结一点，下次一个公司宣称自己要进入一个新的行业的时候**（A股的公司都神通广大，能跨各种行业）**，你不要抱那么大的期望。特别是进入饮料行业，想一炮走红，那是很有难度的事情。

当然，恒顺醋业是一个非常好的公司。这不看着其他公司的产品都涨价了，它也悄悄涨价，牛×的是别人一年涨一次，它一年涨两次。

我想，作为投资人，肯定都是想买到能不断涨价的公司，而且消费者还得买我的产品。你可别小看这9%的涨价，涨价的部分那可全都是净利润啊。

因为最近一直在看调味品市场，顺便简单分享下调味品行业的大致情况。根据2014年国家统计局的数据，调味品和发酵制品制造主营业务收入为2649.10亿元，同比增长14%，利润总额为225.50亿元，同比增长14.6%，其中酱油、食醋及类似制品制造的行业收入是903.5亿元。

具体看产量，2014年酱油的产量是939万吨，2015年酱油的产量应该超过1000万吨。至于食醋，如果按10%增长的话，那么2015年的产量应该达到440万吨。2015年酱油、食醋及类似制品制造企业收入应该超过1000亿元。

目前，中国食醋行业的集中度还很低，以区域性的品牌为主。作为食醋行业的龙头，恒顺醋业的食醋份额不到5%。当然与酱油行业还有所不同，由于全国有“四大名醋”，食醋行业在全国具有很强的区域壁垒，要将品牌推广成全国品牌有很大的难度。

调味品行业作为一个需要用人们的舌头去品尝的行业，品牌一旦建立几乎不可能被颠覆，这就是为什么恒顺醋业能存在175年，日本龟甲万酱油能存在350年，这也是这个行业的“护城河”和魅力所在。

不过大家都看得懂的自然就一个字：贵。即使如此，如果拉长K线图仔细看看，从2008年年底到2015年，恒顺醋业涨了接近10倍，2012年到2015年也涨了接近5倍。

有人会说，A股涨10～20倍的公司很多，而且业绩越烂越会写PPT，涨得越多，问题是你拿得住吗？

附：查了下恒顺醋业股东大会调研纪要，2015年饮料销售额2000万人民币，按照我的估算，饮料业务预计亏损400万～500万人民币。2016年醋饮料有100亿元市场规模，如果恒顺能围绕南京和镇江把市场做透，未来确实是个不错的亮点。

第38章
食用油：为什么城里人吃得比农村人差?

记得以前老师在讲解韦伯工业区位论的时候，举了个例子，他说在北京的成都美女一般比在成都的成都美女漂亮，这就像北京卖的山东苹果比山东卖的山东苹果质量更好，因为大城市能够比小城市为好的产品付更高的溢价。

好像挺有道理的。

不过后来陈生说，如果城市里的人没法区分产品好坏的时候，反而劣币驱逐良币，最终城里买的东西的质量反而不如农村的好，比如猪肉，所以他出来做了个壹号土猪。

也许你认为陈生是因为营销才这么说的，不过我打心里认为在城里买的猪肉没有在农村买的好吃。

这就有一个问题了，还有哪些产品或品类，由于劣币驱逐良币，导致城里人吃的或用的品质反而比农村的差呢?

2015年做餐饮的时候，店用花生油都是老板直接自买花生压榨而成的。

在核算成本的时候，我非常纳闷。通过自买花生压榨的花生油成本比直接买金龙鱼、鲁花等牌子的花生油还贵不少。

后来我每次用神州专车和易到打车的时候，我都会问问司机师傅家里用什么油。

令我诧异的是，大多数师傅家里用的油都是从老家压榨带过来的，甚至周围的朋友也会叫他们帮忙从老家捎些油。**原因是自家种的花生压榨的油的味道、色泽、质量都比市面上金龙鱼、鲁花的要好，当然成本也更高。**

很多生活在城里的朋友可要抗议了，你说壹号土猪的黑猪比我们吃的白猪质量好，我相信；可凭啥说农村自榨的油一定比金龙鱼、鲁花的花生油好呢?

幸好金龙鱼的母公司丰益国际已经在新加坡交易所上市，我们能够查到一些资料。

2015年丰益国际食用油这块业务的总收入是61.6亿美元，销量为510万吨；2014年食用油业务的总收入是70亿美元，销量为560万吨，税前净利润为2.62亿美元。

2014年主打金龙鱼小包装油业务的税前净利润率只有3.7%。

是不是跟我们想象中的消费品品牌的高毛利率和高净利润率很不相符。

当然，你可能会怀疑是因为会计准则问题提高了出厂价格，导致食用油业务的净利润如此之低。但其实在2014年，食用油的中游业务，也就是油脂加工业务，总收入是145亿美元，总共加工了2270万吨植物油，税前净利润只有86.7万美元。即使到了2015年，中游业务植物油加工和下游业务食用油销售整体的税前净利润才6.898亿美元，税前净利润率不到3.9%。

连丰益国际的食用油业务都是如此低的毛利率和净利润率，你也不要对中粮的福临门有太多的期待。

2015年中国食品包含福临门小包装食用油在内的厨房食品分部业务的总收入为128.5亿港币，但该分部的经营利润只有1.17亿港币，经营利润率不到1%。

为什么有品牌的消费品公司，盈利能力会如此之低呢?

在回答这个问题之前，先做一些科普。

从2014年国家粮油信息中心公布的数据上看，国人一年消费的食用油约为2860万吨，如按15元/kg的销售价计算，则整个食用油的市场规模约为4300亿人民币（市场上卖的小包装油的份额不到20%，剩余的80%都为散装油）。当然，我们一眼就能看出来，国人吃得最多的三种油是豆油、菜籽油和棕榈油。

对国内的食用油市场有大致的了解之后，我们做一个简单的数学题。以在国内最被推崇的花生油为例。

商家：“很遗憾地告诉亲爱的消费者，我们最终只能采购7500元/吨的花生，考虑到采购花生的运输费用，以及商场、渠道的提点（每层至少10%吧），还有节假日的促销，我们现在还在亏损，所以我已经考虑把下批花生换成6000元/吨的。”

商家：“不过有消费者对我们这种活雷锋很不理解，还觉得我们卖得贵，那我们只好出一些‘调和油’。为了满足广大同胞的需求，我们决定将这款花生浓香型调和油定一个非常亲民的价格——10元/L。亲，每斤只要5.5元的花生调和油，两瓶以上包邮。”

顾客：“你是不是在骗我啊？你看人家村里卖的花生油，说14元/斤都是要亏本的，我买的油怎么才5.5元/斤呢，难道他们村里吃的油比我们的好？”

商家：“亲，你才发现啊。你以为人家金龙鱼、鲁花、福临门统统都是活雷锋啊。人家卖什么价位的花生油给你，就用什么价位的花生来压榨啊。10元/L、15元/L、20元/L的花生油能用很好的花生给你压榨吗？他们自己都在生存线上挣扎，还考虑你？”

顾客：“我家用的可是菜籽油和大豆油啊。”

商家：“亲，回去拿笔用上面的公式算算，别忘了扣除包装费、生产线折旧费、员工工资、运输费、经销商提点、商超提点哦。”

顾客：“好吧，现在我承认城里人吃的食用油比村里人差了！”

#文中涉及股票不作为投资建议。近期食用油和其原料都在涨价，食用油加工及销售企业的盈利有所改善的概率很大。#
#相比二级市场的机会，我们更看好整个食用油的消费升级的机会，欢迎有食用油从业经验的团队和个人相互交流。#

故事篇：冰激凌的香草秘密

夏天一到，就想吃冰激凌。作为求知欲极其旺盛的我开始思考，为什么同样一款香草味冰激凌能有如此大的价格差异?

一位在冰激凌行业摸爬滚打多年的Alex同学告诉我，其实除去品牌宣传，原料上的区别也是很大的，而对于香草味冰激凌，**很重要的一个区别是香草提取物。**

香草提取物是全世界第二名贵的香料，能够增加成品的香气、去除蛋腥味，创造出西点不可复制的美妙香味与味道，因此成为各种高级西点必不可少的名贵香料，有“香料皇后”之称。

博学的Alex同学又告诉我，其实香草不是草，也不是花，而是一种豆（所以全名是香草豆荚），而且成品的香草其实是黑乎乎的，不是白色的。

目前市面上，香草提取物分天然（Natural）和人造（Artificial）。**天然香草提取物便是从成品的香草豆荚中提炼的。而人造的香草提取物，纯化学合成，吃多了，你懂得。**

彼特·林奇教育我说，要从身边发现伟大的公司。我便轻轻地问自己，这么贵并且对品质那么有要求的哈根达斯，用的是什么香草提取物呢?

答案是：McCormick & Company。

McCormick & Company，Inc.是一家发家于美国巴尔的摩的香辛料公司，公司创立于1889年，创始人Willoughby M. McCormick当时年仅

25岁。

公司于1999年在纽约证券交易所上市，股票代码是NYSE：MKC。

作为一家香辛料公司，**2015年McCormick的总营收已经达到43亿美元，净利润4亿美元，公司市值高达120亿美元。**

McCormick最早是做用于甜品饮料、西餐装饰的甜味酱的。当时，McCormick生产的水果粒酱和糖浆非常有名，正因如此，早期McCormick的商标是Bee Brand，以蜂蜜图案为象征。

1896年，McCormick公司收购了当时位于美国费城的F.G.Emmett香料公司，所有机器被运到了巴尔的摩，McCormick从此进入香辛料的领域，开始了西餐调味海域的航程。

McCormick以风味浓郁、纯净细腻的精选品质迅速取得了市场成功。1900年，McCormick的产品出口远至南美洲和中美洲、南非、东非和西印度群岛以及欧洲，其中，以出口欧洲的**纯黑胡椒粉**最为出名。

现在，McCormick的产品线已经非常广阔，香辛料、果酱、沙拉酱、面包酱、沙茶酱，白胡椒粉、黑胡椒粉、孜然粉、调味酱、鸡精等都有涉及。

大家熟知的连锁餐饮巨头：麦当劳、肯德基、必胜客、星巴克、汉堡王都采用McCormick香料。

在中国，McCormick有一个非常入乡随俗的名字：味好美。

那么McCormick（味好美）的天然香草提取物有多贵呢?

是的，一盒29 mL的McCormick香草提取物就要卖27元，这个价格是人造提取物的10倍。**这意味着1 L的天然香草提取物已经接近1000元人民币了**，而1.9 L的海天酱油才卖19.9元，1 L西班牙橄榄油也不过50元。

现在很多几块钱的零食都喜欢说自己添加了天然香草提取物，我想问，天然香草提取物价格为1000元/L，您是在逗我吗？其实，在国内还是很难分辨添加的香草提取物是天然的还是人造的，所以特别便宜的，大家真的还是少吃为好！

那在国内吃冰激凌只能吃哈根达斯，其他的都没法吃了？**经过我细心的研究，发现了这么一家公司，Alexander's。**

Alexander's的香草味冰激凌长这样：用的是天然香草提取物，而上面有些小黑点，是天然的香草籽。

Alexander's已经专心做了两年的冰激凌，大部分原料都是进口的，也是我所知道的国内唯一不用人造香精和人造色素的冰激凌企业了。

很巧的是，Alexander's的CEO Alex（对，就是一开头给我普及香草的博学的Alex），用自家的冰激凌求婚成功了。**你想想，如果是人造香草提取物（就跟你买的钻石是人造钻石一样），女孩会答应吗?**

在我们的日常生活中，像McCormick（味好美）、Alexander's这样现金流很好、业绩稳定的公司一定还有很多，这类公司虽然没有互联网公司那种爆发式的成长，但脚踏实地，基业长青，百年不倒。

最后，希望大家在吃冰激凌的同时，与我们分享这样的公司。

总结篇：调味品行业总结：怎样的困境才能反转？

前几章，我们对国内调味品行业的主要公司进行了分析，现做一个简单总结。调味品行业最大特点是具有一定的“护城河”，“护城河”保证公司业务的稳定性和未来营收的确定性，未来营收的确定性保证了投资的确定性。

当然，投资的确定性和营收的确定性有所不同。投资的确定性既是确定未来赚钱的概率很大，也同样是确定未来亏钱的概率比较小，即风险收益比处于一个合适的位置。

风险收益比则是由公司的经营和持有的股价共同确定的。

过去一年如果你低价买入一家美股煤炭公司，那么股价没有最低，只有更低，因为跌了90%，还会再跌90%，跌完99%公司没准还会进入破产保护。

所以持有成本并不能确定风险收益比，还需要分析公司的经营情况，如果未来公司的业务都不复存在，那何时买这个公司都是错误。

因此，这就还需要对公司的商业模式、行业状况、公司资产负债、公司业务等进行相当深入的了解。

前面我们除了分析调味品行业的各个公司，还对饮料行业的各个公司进行了分析。根据国家统计局公布的数据，2014年调味品行业收入达到2649亿元。相比于饮料行业的5000多亿元的市场规模，调味品行业的市场规模并不算大。

调味品行业与饮料行业有一个很大的不同，目前调味品行业的市场集中度很低。行业龙头海天味业年收入仅112亿元，不到整个行业规模的4.3%。虽然目前调味品行业的市场集中度低，但调味品行业投资的一个好处是企业“护城河”非常深。

我们会看到像老干妈这种公司，凭借一款产品就卖到40亿元；王守义十三香也凭借一款产品卖到15亿元，而且在相关品类内几无对手，业绩多年稳定直上。

所以我们很难看到一个调味品企业业绩会突然下滑30%，但这在饮料行业是家常便饭。所以我们会看到像味好美这样的公司，公司股价多年一条线，扶摇直上，即使2008年金融危机时股价跌幅也不到30%。

当然，味好美的股价从2008年最低点到2016年才涨了3倍，也太寒酸了。没事，我这里还有一本困境反转秘籍，如果用在调味品行业，没准当年你会买到B&G食品**（美国第二大酱料生产商）**这样的公司。

因为调味品行业具有非常深的“护城河”，使得这个行业非常适合做困境反转型的投资，比如像B&G食品这样的公司，即使在2008年，公司的业绩仍然能保持增长，只是净利润受到影响。

当然，遇到困境的公司一般经营都出现了或多或少的问题，关键在于业务能不能稳定或重新走上增长的道路。为了减少踩雷，我总结了以下几种能反转的情况。

1.单业务困境，股价反转

这一种情况属于困境反转型中风险最低、确定性最高的一种。属于这一种情况的公司一般都有两到三项业务，其中一种业务因为遇到困境，导致公司的总收入和净利润大幅下滑。

这里以恒顺醋业为例，2008年恒顺醋业业绩下滑16%，虽然很大程度上是受金融危机影响，但公司股价跌幅接近80%，这对一个调味品公司而言是非常不正常的。

当然，如果你足够有耐心，你会发现2008年恒顺醋业的主营业务的增幅达到29.76%，业绩的下滑是因为房地产。

所以我们之后看到恒顺醋业的股价走势是这样的。当然你会说在A股这样的十几倍股多的是，问题是哪个十倍股你能拿得住，不怕庄家洗，还能长线持有？而且，由于当时恒顺醋业的主营业务继续保持快速增长，抄底这样的公司的确定性非常高，风险也极小。

2.公司新业务，股价反转

这一种情况属于困境反转型中风险最高、收益也最高的一种。属于这一种情况的公司一般是之前的主营业务业绩急剧下滑，公司通过发展新的业务获得新的增长点。这类公司的投资有点类似PE或VC（风险投资），有很大的运气成分。

这种类型的投资除非公司新业务已经产生收入，并且能够复制，否则买这样的公司的风险极高，因为要重新创业做起一个新的公司的难度非常大，千万别轻易被公司管理层忽悠。

当然，国内有个重组并购概念，这种概念比美股的重新做大新业务容易多了，而且听说国内光一个壳就20亿元。

3.业务仍在（or本来就不在）困境，股价反转

这一种情况属于困境反转型中的莫名其妙型。属于这一种情况的公司一般是之前受到空前的追捧，但是热度下降之后，公司遭到市场无情地抛弃，公司股价也下跌到一个你无法想象的地步，然后会因为一个在你看来是坏的但不是太坏的消息而莫名其妙地涨起来。

这类公司的典型是Yelp（美国最大点评网站）。投资者会在跌了很多的时候找应该跌那么多的原因，涨起来了也会找涨起来的原因。其实不过是在瞎扯，只是因为之前投资者没信心，之后有信心，而公司其实啥都没变。

以Yelp为例，公司股价暴跌，美国的消费者不用Yelp了吗？公司股价反转，美国更多人用Yelp了吗？你会发现并没有什么改变。

4.困境业务寻底，股价反转

这一种情况属于困境反转型中最常见的一种。属于这一种情况的公司一般是之前的主营业务出现一些问题，导致业务出现下滑，但经过一定的时间，公司的主营业务已经稳定，甚至具有一定的增长。

这个类型的典型是2012年茅台塑化剂事件。在公司经营的过程中，多多少少会遇到一些问题，但这种问题往往会被媒体放大。遇到这种问题之后，只能等公司业务慢慢寻底。要知道消费者都是健忘的，好了伤疤忘了疼，过个一年半载啥都不记得了。不过，需要提醒的是，这个类型的公司要有耐心，不要太早接飞刀。

除此之外，还有一种是因为债务问题，或者被SEC（美国证券交易委员会）起诉等。这类公司的主营业务往往没有太大问题，最核心的是管理层能否和债权人有效地周旋，这类公司需要有很强的专业法律知识。

投资理念中，很多人标榜自己是困境反转型投资者，也有很多人标榜自己是成长股投资者。对于困境反转投资者，难道他没看到未来业务能反转增长就买入？对于成长股投资者，难道是等业绩确认营收都翻倍了再买入？

在我看来，无论是困境反转投资或是成长股投资，其实都是在做确定性投资。要么能确定公司业绩持续增长，要么能确定公司业务企稳或恢复增长，再综合考虑股价，考虑风险收益比。

确定性投资一定是对公司相应业务具有非常深入的了解，以至于通过公司业务更深层次地看到人们未来的消费习惯、消费理念、消费方式，甚至是生活方式。

所以对于调味品行业公司，虽然每个公司因为它的历史使其具有“护城河”，但是如果未来无法跟上消费者的生活方式，那么其“护城河”可能成为劣势。

第四部分
其他关于消费升级的思考

第39章
隐适美：口腔里的微笑消费

有一次找了几家口腔医院，询问牙齿矫正的情况。询问后顺便洗了个牙，整个花费600元。这里面包含了一些杂七杂八的费用，例如一套清洁用具收费50元，其实就是一支牙刷和一管牙膏。虽然被坑了，但我很兴奋，因为话语权被口腔医院和牙医牢牢控制在手中——这是个好生意。那么，这里面有没有从股票上赚钱的机会？我先做了一个简单的线性思考：从价格来看，很明显，这是一个暴利行业。而只要能赚钱，就会扩张，扩张就需要购买设备。

在洗牙前的检查过程中，我留意到拍片的设备来自锐珂医疗（Carestream Health），其前身是柯达旗下的health group，后被加拿大上市公司Onex收购。可惜的是，锐珂医疗占集团总收入的比例并没有大到足以对公司市值有显著影响。接着我又想起躺下来洗牙时，旁边的柜子上列着一排排的盒子，上面印着“Invisalign”，询问后得知是矫正用的隐形牙套。

为了方便理解，我们可以简单地将牙套分为金属牙套和以国外品牌“隐适美”，即前面提到的“Invisalign”，以及国内品牌“时代天使”为代表的隐形牙套。

隐形牙套最大的优势是美观，而缺点是矫治周期长以及不适用于过于复杂的情况。

牙齿不齐除了直接影响外观之外，还会由于不协调的咬合关系导致面部不美观。例如我自己想做牙齿矫正就是因为牙齿深覆合，导致下颌位置靠后，从侧面看就是下巴偏后。所以在我看来，牙齿矫正属

于美容行业。众所周知，相比男性，女性更注重美容。根据时代天使CEO李华敏的一次访谈，在接受正畸的人群中，女性比例高达78%。

隐适美是美国公司Align Technology旗下的主要品牌，是隐形牙套的鼻祖，也是进口牙套当之无愧的龙头。公司成立于1997年，其产品于次年获得美国FDA（食品和药物管理局）许可，2015年的营收已达到8.5亿美元。

公司的毛利率及利润率的平均水平，长期保持在75%和13%左右的高位。

而且，这家公司没有债务。

注意其2008年和2009年的营收。与千倍股怪兽饮料公司（Monster）类似，在金融危机期间营收能保持增长是大牛股的信号之一。如果在发布2008年财报之后立即买入并持有到今日，可获得高达1410%的总收益，年均复合收益约40%。

2015年我国的城镇居民人均可支配收入只有3.2万元，而隐适美的疗程需花费3万至4万元。如此高的价格，在医保不覆盖的情况下，能有多少消费者承受得起？我想起前几天为了体验消费金融，在淘宝上特意使用花呗分期购买了一台手机。于是找了一家本地的口腔医院，询问牙齿矫正是否可以分期付款。

按12期算的话，算下来每个月只需支出2700～3600元。虽然支出仍没低到很理想的状态，但在一定程度上扩大了可消费人群，且极大地优化了现金流。在当前低利率和通胀预期高企的大环境下，逻辑上消费金融也应有很大的发展空间，于是我又扫了一眼消费金融市场的情况。

看当前最火的大学生分期和其占消费金融的比例，再结合消费金融总的规模，我们可以从侧面了解分期市场规模的轮廓。

消费金融是另一个大话题，这里先不展开述说。对隐形牙套而言，我只需要知道可以分期付款，并且分期市场在蓬勃发展。我们回过头看ALGN（隐适美）的估值，当前市值约76亿美元，对应2017年的市盈率为38倍。前面说的千倍股MNST（怪兽饮料公司）在2004年股价启动之后，其平均市盈率在30倍左右，如果不考虑金融危机的影响，这个数值将更高。

这让我想起一位前辈曾经说过的话："宁愿投成长行业里的凤尾，也不要投衰退行业里的鸡头。"有意思的是，这和我们常说的"宁做鸡头，不做凤尾"是刚好相反的。

最后想说的是，前几天在看昆仑万维董事长周亚辉的投资笔记时，发现高瓴资本的创始人张磊也投资了一家做牙套的公司。

第40章
金嗓子上市后，创始人4个月却亏了15亿

记得2015年，金嗓子董事长江佩珍在其公司在香港上市时英姿飒爽的敲钟姿势，犹如马踏飞燕，一看就不是平凡人。

过了一年多，一看，金嗓子的股价从最高8元跌至3元，跌幅达63%。

金嗓子的股权结构，看似很复杂，但实际就是其创始人江佩珍与其儿子曾勇控股（占比61%）。

这一跌，从2016年9月到2017年1月，4个月时间，市值从50亿跌到了20亿，江佩珍和她儿子“莫名其妙”地亏了15亿。

金嗓子到底发生了什么？这里面有机会吗？

1.金嗓子为何物

在我小时候（20世纪90年代），金嗓子就是一款似糖似药的治疗嗓子的神物，其含片似“幽幽清泉”，清凉利咽。当时包装上面的那位眉目清秀的男士，至今记忆犹新。

在2000年早期的时候，金嗓子还十分土豪地让当时世界最好的前锋——罗纳尔多为自己站台，展现出超前的国际视野。

而现在，无论是包装还是含片的味道，一点都没有变，唯一改变的是包装上面那位眉目清秀的男士变成了女士，也就是金嗓子的董事长，江佩珍。

如果我们去看看江佩珍的创业史，我们就会知道，早期包装上的那位男士是上海华东师范大学的王耀发教授。1992年，江佩珍带领的柳州糖果二厂遭遇困境，她用最后仅剩的7万人民币，与王耀发合作开发出了“金嗓子喉宝”，而王耀发并没有索要一分钱。金嗓子上市后，江佩珍便将其头像印在包装上，意在提醒大家，王耀发是其恩人。

那2016年9月到2017年1月这4个月金嗓子为何突然暴跌呢？

2.配售引发的血案

金嗓子的暴跌来自传说中的折价配售。

当时市场传闻称金嗓子股东计划做私人配售最少1000万股，配售价（5.6港币）比9月15日的收市价（6.8港币）折让18%。这在市场看来，是大股东要套现至少5600万元。

消息一出，当天金嗓子就怒跌26%，收盘价为5港币，硬生生比传言的5.6港币的配售价还低了10%。当日，公司也急忙澄清，是“潜在配售”，还不是“配售”，这事八字还没一撇呢！

在股价一路下跌的途中，金嗓子为了挽回市场信心，花费数千万元增持其股票。

但市场再也不理会，股价一路狂跌，从5港币一路跌至最低的2.9港币，使金嗓子跌破其IPO的发行价，而之前市场传闻的配售再也没有听公司提起。

那这样的暴跌是不是机会呢?

3.金嗓子的未来

根据其招股书披露，金嗓子目前仍然是中国配方润喉片的细分行业老大，市场份额占25.8%。

从其销量来看，整个市场以及金嗓子市场份额已经没有很大的增长空间了，整体维持在1.1亿～1.3亿盒的年销量。

那金嗓子的增长点在哪儿呢？其实答案很简单，你可以问问吃金嗓子的人，他们知不知道金嗓子一盒的价格具体是多少？大部分人其实对金嗓子的价格不敏感（其售价一盒在9～12元）。

而金嗓子正是抓住了这一点，每年提高其售价，以此来提高其毛利率。

所以我们看到，金嗓子整体收入的增加以及净利率的提升（注：2013年在进行其“经典版”与“升级版”的换代，所以收入有所下滑）。

2016年上半年，其收入同比增加6%，金嗓子含片的毛利率到了24.9%，创历史最高毛利率。

所以在我看来，金嗓子未来的增长点也就是每年不断提高其售价，但我认为金嗓子的溢价力并不能像茅台一样，这个增长的未来是有天花板的。同时，我并不看好金嗓子做的饮料，因为一方面饮料与其含片的市场渠道不一样，另一方面我确实找不到消费者想买这个饮料的情感连接点。

对于目前的估值，金嗓子约为20亿人民币（22亿港币），对应2.5～2.7倍的PS以及11～12倍的PE，与其未来每年收入可能有的5%～7%的增速还是比较合理的。但值得提醒的是，金嗓子在港股上市的交易量小得可怜，如果你买入了就最好有做股东的心态以及希望公司早日不要再做“金嗓子”饮料了！

第41章
爱茉莉：进击的韩国化妆品巨人

编者按： 从经济和行业发展的进程来看，我认为中国的消费品行业未来存在三个比较明显的投资机会。第一个是与发达国家相比，行业集中度普遍较低，相信会出现一些与并购相关的投资机会。但同时我也相信，出现这一现象的原因之一是一些低效的公司占用了大量的社会资源，使民营企业进行并购的机会减少。这与社会制度有关，必须将这个变量纳入考量。二是品类的深度细分，但越细代表着市场规模越小（除非能创造出全新的需求），所以我认为这类机会更多地存在于一级市场。第三个则是本土品牌的全球化。针对第三个投资机会，我希望通过探讨周边国家（地缘上更接近）的行业案例，去思考是否能为我们提供一些判断标准，进而发现潜在的优质标的。

1.不想全球化的公司不是好公司

爱茉莉太平洋（下称“爱茉莉”“公司”）是韩国第一的本土化妆品公司，其前身太平洋化学工业成立于1945年。当时间来到2005年，在首尔的办公室里，第二代接班人徐庆培提出了公司未来10年的目标：“成为十大国际化妆品品牌之一，收入在2015年达到40亿美元，其中12亿美元要来自海外市场。”

而根据公司2015年财报，以美元计的营收同比增长为23%，上升至40.7亿美元，刚好达标。公司市值也达到了206亿美元，股价在10年间的涨幅超过700%。

遗憾的是，来自海外市场的收入只有10.7亿美元。那么在这10年间，爱茉莉制定了哪些策略让公司的本土收入保持稳健增长？全球化的结果又为何略有瑕疵？

在回答这两个问题之前，我们先去看看徐庆培是在怎样的一个大环境之下提出了这些目标。

2.全球个人护理市场

19世纪时，化学制品被用来替代天然物质，化妆品所属的个人护理行业得以大规模商业化。第一次世界大战之后，一些如今仍占行业领先地位的西方公司，例如欧莱雅，开始纷纷冒头。到了2004年，全球市场规模已达到1500亿美元。

知名国际化妆品公司露华浓的创始人查尔斯·郎曼曾说过："在工厂里，我们生产的是化妆品。但在店里，我们卖的则是（变美的）希望。"而这种希望唯有通过广告才能传达出去。所以个人护理行业最明显的特征就是对广告的投入非常大，在发达的市场里，广告支出占收入的比例达到10%以上。这也正如之前提到过的，伟大的公司卖的都是人们改变生活的希望。

第二个特征是个人护理的细分领域之间存在着地域上的差别。例如，相对而言，亚洲女性对"美"有着更天然的概念，她们追求的是白皙的皮肤和乌黑亮丽的头发。所以在亚洲市场，香水只占有个位数的市场份额，在西方国家却占30%以上。另外，亚洲各国之间的收入水平、贸易开放度、温度和人种等因素比西方国家更加多样化，导致对产品之间的差异化有着更大的需求。

第三个特征则是各个品类之间，市场集中度和品牌忠诚度有着高低之分，相比香水和护肤品，化妆品和护发品在市场集中度方面有着绝对的优势。这种差异除了与各品类的不同发展程度有关之外，还与品类自身的特性有关系。例如香水是重度体验的产品，且和嗅觉高度相关，但在常见的营销中，例如电视广告，消费者完全无法获得嗅觉上的体验，这极大地提高了打造品牌的难度，导致消费者更容易在各品牌之间转移。

另外，当时的个人护理行业还有着四大趋势，其实也是绝大部分消费品的趋势：

一是对产品研发的投入不断加大，毕竟说一千道一万，最终还是要回归到产品。

二是定位轻奢的产品更加受欢迎，轻奢和传统土豪之间的区别在于品位和个性，这得益于中产阶级的崛起。

三是品类更加细分，例如针对婴儿潮人口进入老龄阶段，推出针对特定年龄区间的抗老化产品。我认为这和第二个趋势在定义上有重合，因为本质都是为了覆盖更多的消费群体。

四是一个永恒的趋势，就是渠道不断在变化。一个典型例子就是雅芳的直销，曾一度拥有超过80万名直销人员。

3.韩国化妆品市场

20世纪60年代中期，化妆品在韩国开始大量销售，在近10年间保持了每年30%—40%的增长速度。接着行业便进入了一个相对稳定的

成熟期，行业增长与宏观的GDP增长之间开始呈现非常明显的线性关系。

在韩国，女性更关注肤色和遮掩皮肤瑕疵，这让韩国在护肤领域成为全球最大的市场，在1997年就占有全球市场规模的50%。另外，韩国女性在护理产品的使用频率上也是全球领先。举个例子，根据欧莱雅的调查，法国女性只使用6至7款产品，而韩国女性则平均每天要使用多达20款产品。

与大多数发展中国家类似，由于早期被大量文化输出，韩国女性在一开始追崇的是带有西方文化烙印的产品。但随着经济在二十世纪八九十年代迅速发展，韩国女性的主人翁意识随着收入的增加率先觉醒，希望能自己主宰潮流的走向，这为本土品牌奠定稳固地位提供了重要的基础（当然，韩国人拥护民族品牌也是出了名的）。

到了20世纪90年代后期，化妆品行业遭到政策和经济上的双重打击。政策上的改变是外资公司被允许进入该行业。经济方面，亚洲金融风暴导致韩国以美元计价的GDP下跌38%。两者的叠加影响之下，第一个结果就是大量中小公司消失，行业内的竞争者数量急剧下降。渠道方面的影响也类似，许多家庭式经营的小型化妆品专卖店倒闭，而由资金雄厚的厂家开设的低价连锁专卖店则迅速崛起。

第三个令人意想不到的是对外资公司产生了额外的负面影响，当时绝大多数的韩国分部都是依靠从总部进口产品的方式在韩国进行销售，而并非在韩国本土进行代加工，于是韩元贬值让他们承受了巨大的进口压力，发货量锐减10%～15%。

这里希望能和大家一起探讨思考的是，现在我们热议的消费升级是一种内生改变，但从韩国的化妆品行业可以看出，外部冲击也能催生行业巨变。而当前普遍认为中国经济正值转型之际，人民币也面临着持续贬值的挑战，外面有英国退欧和特朗普上台等“黑天鹅”频繁发

生（频繁到我要为“黑天鹅”一词打上引号），这其中会对我国哪些行业产生深远的影响?

4.攘外必先安内

随着公司发展进入瓶颈期，爱茉莉犯了一个大多数公司有意无意都会犯的错误，那就是进行多元化。在20世纪90年代初期，公司的业务横跨金融、媒体和电子产品。幸运的是，爱茉莉很快就将重心重新转移到化妆品和护肤品上（23家关联公司减少至6家，同时员工数从12500人减少至4500人），并且围绕着中高端市场制定策略。所谓攘外必先安内，在探讨爱茉莉的全球化之前，我们先看看公司采取了哪些措施去稳定大后方。

（1）运营

爱茉莉所有的产品都是自己生产，且因为自身有化学工业的背景，对化学制品了然于心，敢于对上游关键的原料供应商进行大胆整合。这两点保证了稳定的产品供应。但这种重资产的模式对资金的使用效率提出了极高的要求，于是爱茉莉在1995年开始着手一项减少运营支出的计划，并每年成功减少相当于收入2%的支出。不要小看这2%，在收入和利润之间的乘数效应之下，体现到利润率上就是少了好几个百分点，而公司在2005年的利润率也才刚刚达到14%。只有对后勤进行稳固和优化之后，前线的胜利才可期，所以爱茉莉在运营方面的举措可以用一句话总结，那就是“兵马未动，粮草先行”。

（2）产品&研发

在爱茉莉转型的过程中，最重要的一步就是推出了三个新品牌：1995年推出的赫拉（Hera）、1996年推出的亦博（Lopa）以及1997年

推出的雪花秀（Sulwhasoo）。这三个品牌与爱茉莉之前的明星品牌的不同处在于更高的价格，且三者又各自有自己的特点。其中赫拉面对年轻女性中的高消费群体，亦博针对轻奢市场，而雪花秀则是通过中药成分吸引年龄较大注重保养的女性。

这里特别要提的是雪花秀，其诞生过程体现了研发在化妆品行业的重要性。雪花秀的相关研发最早可以追溯到20世纪60年代，当时爱茉莉已开始进行关于含人参成分的化妆品研究，且花了整整20年才通过规定的测试，获得上市销售的许可。在这个过程中，爱茉莉的研发支出占比也由行业平均水平的2%（占收入）逐渐上升到了3%。再次强调，不要小看这1%的差别。当然，这些付出都是有回报的：在2004年，雪花秀占有零售市场的6%，是韩国第一大化妆品品牌。

（3）营销&渠道

在百货商店，海外品牌是爱茉莉的最大威胁。公司采取的策略是集中力量攻击一个点，将原本覆盖的200家百货商店减少至60家高端百货。同时也学习“敌人”的做法，为旗下各品牌开设独立的专柜，而之前的专柜会销售多个品牌。在2005年的上半年，爱茉莉在百货商店的市场份额达到16%，距离第一名的雅诗兰黛只有5个百分点，但不能忽略的是，雅诗兰黛只在百货商店这单一渠道销售产品。

在20世纪60年代中期，徐庆培的父亲徐成焕做出了一个改变公司命运的决定：将直销模式引入公司的运营之中。早在2003年，爱茉莉就聘请多家IT公司，研发出世界上第一套数字直销系统，通过这套系统和公司提供的掌上电脑，直销人员能够查询实时库存等数据。到2005年的上半年，爱茉莉在直销渠道占有85%的市场份额，招募超过2万名女性直销员工。回过头去看行业的渠道份额分布图表，会发现个人直销渠道的年均复合增长速度是全渠道第二名，所以重点培养的个人直销渠道，为公司在今后保持化妆品领头羊地位埋下了伏笔。

前面提到过，金融风暴之后，各厂商开设的低价连锁专卖店迅速崛起。作为应对，爱茉莉开设中高端专卖店Hue Place，店里60%的品牌来自爱茉莉。为了区别于那些毫无服务的低价连锁专卖店，Hue Place会提供专业的美容护肤意见。截至2004年年底，爱茉莉开设了350家专卖店。

在2005年，爱茉莉在本土的市场份额已经达到35%。这一系列的举措，稳固了公司在主场的优势，从而得以持续地对海外市场进行投资。

第42章
家电界的苹果：Dyson

2016年4月，詹姆士·戴森（James Dyson）凭借着风刀烘手机、无叶冷风扇和无绳吸尘器等一系列热销小家电，给公司带来了17亿英镑的收入，也让自己成为英国第一位身价达到50亿英镑的本土企业家。

1.黑科技与未来的工业设计

2016年8月首次在中国发布的戴森Supersonic吹风机，凭借其超强的风力和独特的未来工业设计感，成功俘获了一众网红的心。截至2016年12月18日时，在Instagram上带有#dysonsupersonic#标签的内容已多达7611个。

这款在京东标价2990元的吹风机，号称3～5分钟干发，同时能够每秒检测20次温度，防止头发过热损伤。其短小轻便的中空造型，得益于戴森的Air Amplifier气流技术，以及装载于手柄中的数码马达。这两项技术同样被用于戴森的无绳吸尘器（苹果iMac的散热和材质就借鉴了戴森吸尘器）、无叶冷风扇和空气净化系列产品。

如果让无叶风扇诞生的气流技术是创新的代表，那么数码马达无疑是戴森硬实力的展现。这个只有222克、每分钟转速高达10万次（相当于F1方程式赛车马达5倍转速）的神级工业产品，让无绳吸尘器和代表未来工业设计的吹风机等产品变为可能。“发动机转这么快，有点不讲道理。”这是知乎上理工生对数码马达的评论。

2.神志清醒、文武双全的狂热极客公司

戴森的黑科技建立在对研发的大量投入之上。公司现有逾7000名员工，其中三分之一是科研人员。2015年，戴森的税息折旧及摊销前利润率仅为26%，这是因为公司每年在研发上的支出占收入比例高达12%。

对研发的重视来自戴森自己的极客精神。在发明的首台商业化吸尘器DC01推出之前，他花费15年制造了5000多台原型机。关于如何鼓励创新，他也有一套自己的独特观点。根据一次访谈，戴森在招募人才时偏爱刚毕业的大学生，他认为“没有经验是这些毕业生的优势，他们不会墨守成规，能够从全新的角度去思考如何解决一个问题”。

无绳吸尘器的成功让戴森意识到电池的重要性，也清晰地看到了小家电未来的发展趋势。公司计划未来5年内投入10亿英镑用于对锂电池的研究。这让我想起另一家大力发展锂电池的公司——特斯拉。在对戴森有了了解之后，如果发现特斯拉的产品在未来进入我们的家，我一点也不会感到惊讶。一个行业的变革，往往有可能是来自其他行业。例如我们在商场酒店里随处可见的戴森风刀烘手机，正是来自公司内部一个和烘手机完全没有关联的研发项目。

目前，戴森的产品在超过65个国家销售，90%以上的收入来自海外。以公司极为重视的中国市场为例，即便2015年已经是戴森正式进入中国以来的第三个年头，但依然保持了200%以上的高速增长。

在角色定位上，这位创始人深知自己的长处与短处。在这个家族企业里，即便没有来自外部股东的压力，但戴森的头衔只是“首席工程师”。而CEO一职，则由前宝洁全球市场总监Max Conze担任，戴森近些年进行的全球扩张都是他的杰作。

作为真正的技术领先者，戴森对行业里爆炒的概念有着十二分的清醒。Max曾经在一次访谈中提到过：“智能家居真正实现还需要一段时间。我们觉得真正重要的是，要聚焦于有更优越的技术，我们的目标是要解决问题。坦白来讲，在手机上用App去控制一个灯的开关，我不觉得这有什么作用，这对人类的生活可谈不上改变。”

3.戴森，家电行业的破冰者?

据媒体报道，2015年中国家电市场规模达到1.4万亿元，同比下降0.4%。尽管同比变动很小，但这是在两个对销量有利的大前提之下发生的。一是格力电器前董事长董明珠在2014年年底发表了“一定要用价格战清场”的内部讲话，导致各厂商低价大搞促销；二是宽松的货币政策之下，配合政府政策所引发的房地产火热行情。

房地产的火爆实际伴随着大量的投机行为，新房的购买并不意味着家电的添置。如果深入探究需求问题，我认为根源在于结婚的人数在减少。根据民政部的数据，2015年全国结婚登记1213万对，同比下降7%。

原因有四：一是随着生活水平提高，如今年轻人晚婚的现象越来越普遍；二是在中国无房不婚的传统之下，高涨的房价让许多人采取一个观望的态度；三是当前结婚人群多为80后、90后，然而在1978年计划生育成为我国一项基本国策之后，80年代的出生率迅速下降，导致当前适婚人群基数减少；四是男女比例失调，男性比女性多3376万人（3000多万条单身狗，这还是2015年年初的数据，背脊一阵发凉）。

基于这些因素，我认为家电行业将进入一个长期的低迷期。当然，短期的股票市场波动会带来一些投机性的机会，但长远地看，在

这个行业里找10倍、甚至百倍的大牛股，将是一件相当困难的事情。而这个时候，就急需一个破冰者改变现有的格局，正如苹果当年对手机行业进行改造升级。

2006年，全球手机出货量近10亿部，同比增长21%。然而到了2007年，行业增速就已经迅速下降至12%，可以预见其即将进入缓慢增长的成熟期。但随即发生的两个大事件掩盖了这一趋势：一是2008年的金融危机，覆巢之下，焉有完卵；二是iPhone的推出，力挽狂澜。当前没有金融危机作为遮羞布掩饰我国家电行业的萎靡，那么行业的“iPhone”在何处？

影响消费者购置家电的因素无非是价格、外观和功能（再想想手机）。说到价格，就不得不提消费金融的崛起，单价数千元的产品是最大的受益者。以戴森的吹风机为例，2990元的售价比竞争对手爆款系列里最高端产品还要贵千元以上。然而，一旦使用分期付款，只需每个月支出139元。按当前的物价水平，就是每月少去餐馆搓一顿而已。所以在消费金融的趋势下，价格战只会让戴森这样的公司坐收渔翁之利。

至于外观和功能，前者在厂家无实力扩大功能差异化之时，显得极为重要。然而，难就难在做到美观的同时，还要保持性能。以松下的爆款纳米水离子电吹风为例，功能上已能满足绝大部分女性的需求，评论也相当好，但外形仍走传统的路子，远不如戴森吹风机的未来设计感有吸引力。当然，我相信并不是松下对于美没有追求，只是单纯做不到。所以，与其他公司的研发部门被称为“Reserach & Development”不同，在戴森，这个部门叫作“Research，Design & Development”，多了一个“Design”——设计。

黑科技和建立在此之上的优秀工业设计，就是戴森最大的“护城河”，放眼全球家电企业，找不出第二家。当被问及身价达到50亿英镑时的感受，戴森说：“我只是40年来都坚持着低头关注我制造的产

品。”我深知国内也不乏脚踏实地、专注产品的人才，出名的有格力的朱江洪，低调的有民科机床专家潘旭华。只是在这个开大会讲PPT就能疯狂敛财的年代，这样的人越来越少。

戴森公司也有自己的问题。在我看来，其中最严重的莫过于创始人2016年已经70岁高龄，随时要退位让贤。幸运的是，他的儿子也是一位极客，其发明的号称能使用长达37年的办公室用LED吊灯即将上市。

是破冰者还是先烈，我们拭目以待。

第43章
宠物消费：当你在铲屎的时候，他们在铲黄金

2016年，美国的玛氏公司宣布以每股93美元的价格收购VCA，包含债务在内的总金额高达91亿美元。VCA是美国一家提供宠物护理服务的公司，主要收入来源是旗下的宠物医院，截至2016年9月的12个月内，该公司从铲屎官们的口袋里拿走了24亿美元。

于是我突然意识到，当我跟在“飘雨”后面勤恳地铲屎时，有那么一帮人正默默地跟在我后面铲黄金，江湖上称他们为“铲金客”。

在宠物市场非常发达的美国，2016年宠物支出预计为628亿美元，过去10年的年均复合增长率约为5.0%。

美国养狗和养猫的家庭是最多的，可想而知，他们也是铲屎界被收割得最惨的一群人。

他们每年用在狗和猫身上的支出中占了大头的是医疗和食品，让我们来看看这些领域里的铲金客都是谁。

1.宠物医院

VCA的2015年收入：21亿美元（约150亿人民币）

铲金能力：★★★

截至2016年9月，VCA在美国43个州运营着776家宠物医院，其触手甚至还伸到了邻国加拿大的5个省。

正如前面数据所展示，太平洋彼岸的铲屎官们每年花在狗狗医疗上的金额为786美元，占总支出的48%。但由于高度的专业性和严格的监管，宠物医院的发展反而是行业里面最缓慢的。

在还没有看VCA的财务数据之前，出于对医院暴利的偏见，我以为VCA的利润率是非常高的，然而事实上VCA过去10年的平均利润率约为9%，并不如宠物食品公司。

这是因为专业性所附带的话语权被牢牢掌握在VCA聘请的4700名医生手中，这一点从公司较低的毛利率即可看出，VCA作为服务型企业，大部分人工成本被摊入毛利的计算中。

所以在某种程度上，宠物医院沦为一个场地和设备的提供商，铲金能力并不是最高端的。

2.宠物连锁店

PetSmart的2015年收入：71亿美元（约500亿人民币）

铲金能力：★★★★

PetSmart成立于1986年，是美国最大的宠物连锁店，也是被中国宠物连锁店模仿得最多的一家公司。

早在20世纪90年代，PetSmart就已经是行业的龙头大哥，主要是因为当时全美最畅销的两款宠物食品——希尔斯和爱慕思——只在宠物店内销售。然而好景不长，希尔斯开始在超市进行试探性销售，爱

慕思也被拥有强大商超渠道的宝洁收购，铲屎官们发现不必再专门跑去PetSmart购买“贡品”，于是公司的市场份额开始受到侵蚀。

作为应对，PetSmart决定提供普通商场做不到的服务，例如宠物美容、宠物看养和宠物医疗，而公司后来收入的持续增长也证明了这一举措是正确的。

但是这个世界上并没有完美的商业策略，都必然有其弊端：更多的服务意味着更多的支出，而更多的支出往往意味着更高的负债。

只要能解决好扩张与负债之间的矛盾，自然会受到资本的青睐。在2014年，PetSmart被一家私募组成的财团收购，包含债务在内的总金额高达86亿美元。

3.宠物食品

玛氏宠物部门2015年收入：172亿美元（约1200亿人民币）

铲金能力：★★★★★

文章开头提到的金主玛氏，是2016年美国第七大私人公司，同时也是全球最大的糖果和巧克力生产商之一，广为人知的德芙、M&M'S和士力架都是公司旗下品牌。

但低调的玛氏其实还是全球最大的宠物食品公司，早在1954年就开始销售狗罐头，目前来自宠物食品的收入为172亿美元。

和婴幼儿奶粉类似，宠物食品具有很强的安全属性，品牌更换成本较高，且相比婴幼儿奶粉，宠物食品的产品周期更长，所以，一旦形成品牌壁垒，就会拥有非常宽的护城河。

结果就是当行业到了中后期，只能通过不断地并购去获得市场份额，最终导致行业集中度变得非常高，例如玛氏一家就占了全球宠物食品前10名收入总和的44%，是当之无愧的铲金之王。

4.有没有机会?

在一系列的并购之后，美国宠物相关的股票其实已不多，剩下的是否有被收购的可能?

以PetSmart作为参考标准，公司被收购时的交易价值和EBITDA（税息折旧及摊销前利润）之间的比值为9.2。再看当前在美国上市的蓝爵宠物用品公司，是全球第六大宠物食品公司。在不考虑债务的情况下，蓝爵的交易价值和EBITDA之比已经达到18倍，同时市盈率也高达33倍。

至于PetSmart为什么愿意出售一门还在增长的生意，我想是因为美国家庭拥有宠物的比例已经达到了65%，向上的空间并不多。

而在中国，拥有宠物的家庭比例还不到10%，显然拥有巨大的空间。但需要注意的是中美两国之间的差别，例如这些年模仿PetSmart的公司都还在坑里，没有一家起得来。就此现象，我专门请教了公众号“大话铲屎”的CEO李玉茹，李总指出他们失败的原因是没有认识到PetSmart是时代的产物，生搬硬套是不行的。

说到“时代”二字，PetSmart发家的时间是20世纪90年代，而当年的美国并不像如今的中国一般电商林立，拥有丰富的渠道，这导致近些年才起步的宠物连锁店进入市场的难度远高于他们在美国的前辈们。然而宠物连锁店并不是死胡同，只是更困难而已，毕竟线下能够提供

的宠物美容、宠物看养和宠物医疗等服务和体验，是普通电商无法做到的。

至于宠物行业本身是不是好行业，如果你细心地看，就会发现即使在2008—2009年金融危机期间，人们也没有减少对宠物的支出。投资者都希望能找到穿越周期的好公司，而最佳的判断时间往往是在发生重大外部冲击之后，正如巴菲特所说的，只有当潮水退去，你才知道谁在裸泳。也许这个指标会让你错失不少机会，但至少能保证你不会选错。

第44章
眼镜行业：请睁大你的眼睛看清楚这个世界

初中的时候渐渐发现自己看不太清黑板上的字，于是忧伤地意识到自己近视了。但身处青春期的我认为戴眼镜是一种严重影响形象的行为，所以宁愿每日不胜其烦地询问同桌“小数点后面那个数字到底是几”，也不愿意慷慨赴义做一个四眼仔。

而后随着郭敬明那一批疼痛文学作家诞生，班上的女生纷纷向文艺青年们缴械投降。这微妙的心理变化必然逃不过我的双眼，于是我仔细地考量了利与弊，并最终决定让我妈带我去配了一副眼镜，底层的核心逻辑是“戴眼镜=文学修养=文艺青年=女朋友”。

眼镜行业向来以暴利闻名，甚至有所谓的“乘三乘三法则”，就是100元的出厂价，到了渠道就变成300元，而到终端卖给消费者的时候已经变成900元。乍一看，这个利润空间确实很黄很暴力，但事实上是否真是如此呢？

市值高达258亿美元的陆逊梯卡（Luxottica），是行业当之无愧的巨头，知名的亮视点正是公司旗下的眼镜连锁店。

可以看出，虽然公司的毛利率能保持在65%以上的高位，利润率尽管从2009年以来一路随着毛利率上涨，却依然徘徊在个位数。这是因为眼镜连锁店出于打造品牌的战略需求，通常需要大范围地在租金高昂的商业中心开设门店，导致利润被严重侵蚀。以陆逊梯卡为例，2016年上半年公司的批发和零售业务分别占总收入的59%和41%，但前者的营业利润率是22%，而后者只有15%，这7%差别的主要来源正是门店支出。

除了白白背负暴利的骂名，眼镜行业在我看来还有三个问题：重体验的非标品、信息不对称以及年消费额过低。

1.重体验的非标品

眼镜最早发明于13世纪，已经存在了数百年，而在电商和O2O的大潮流下，这些古老的行业最容易被盯上，每一秒钟都有人前仆后继地跳出来高呼“我要颠覆这个行业”。

由于每个人的度数和面部物理尺寸（需要试戴）不同，眼镜无法进行大规模的标准化生产，也就是我们所说的非标品，导致眼镜走纯电商这条路是非常困难的。所以，国内许多眼镜创投项目都将目光瞄准了O2O，打算另辟蹊径杀出一条血路，思路也相当简单，就是提供上门验光服务。

但问题在于，如果手持设备上门验光，数据的准确性受环境光线因素影响太大（验光师的水平也是一个不可预知的变量），导致整个过程向着非标准化又迈进了一步。在公司整合能力并不强的情况下，将验光这一带有医疗属性的步骤剥离出来，其实是更为明智的做法，例如让消费者去医院等专业场所验光。

美国的Warby Parker是被国内眼镜O2O项目抄袭最多的一家公司，根据SEC（美国证券交易委员会）的文件，公司在2016年12月的B轮融资中募集到了3680万美元。在解决试戴这个问题上，Warby Parker的做法非常简单粗暴：让顾客挑选5款眼镜，公司免费邮寄过去，顾客试戴后选出心仪的款式。

这个做法在一定程度上解决了体验的问题，但细想之下，库存管理将是一个巨大的挑战。当需要试戴的顾客数量上升，库存数量也会

相应激增。但经过多次的邮寄和试戴，这些产品不可能再作为新品出售，且邮寄费用也将是一笔不菲的支出。

关于这个问题，目前我并没有看见很好的解决方案，尤其是在隐形眼镜作为一个更具优势的替代品的情况下，往这个方向花心思或许会得不偿失。

2.信息不对称

在绝大多数行业里，商家与消费者之间信息不对称是很常见的现象，也是商家的利润来源。例如我戴的钛金属眼镜架眼镜，我不清楚钛金属是否值这个价钱，也不清楚钛金属是否具有销售员所宣称的那些属性，我甚至不清楚它是否真的是钛金属。

在这方面，前面提到的Warby Parker又做了一件比较奇葩的事情：所有眼镜统一售价95美元起。

统一售价是通过压缩消费者在价格上的选择，让他们感觉“所有眼镜的质量都是一样的”，从而弱化了商家和消费者之间的信息不对称。之所以用“弱化”这个词，是因为信息不对称并没有被“解决”：我依然不知道这副眼镜的成本，也不知道这副眼镜的做工属于什么水平。一旦信息完全对称，绝大部分商家都无法获取正常的利润，所以信息不对称的问题永远都不会被彻底解决，只能通过各种方法不断地去弱化。

另外一个行业的变革也是通过这种策略取得了不俗的成绩，那就是理发行业的快剪店。如果简单地看，很容易就会把快剪店的核心优势归于速度和低价，这也是我们为什么在高铁站或客运码头等交通枢纽都能看见快剪店的身影。但实际上，相较于传统剪发店，快剪店的

核心优势在于价格统一。大部分人，包括我自己，在面对琳琅满目的价目表和“总监”“首席”等头衔时都会感到无所适从，选便宜的怕剪坏了，选贵的又怕被骗了。而价格统一则弱化了这种信息不对称：我们所有服务的质量都是同一水平。

3.年消费额过低

以同样是购买频率很低的车为例，再用我个人比较钟意的“年消费额”去看：一辆15万元的车使用5～10年，那么年消费额为1.5万至3万元。再进一步，通常一辆车能供一家三口使用，那么个人年消费额就是5千至1万元。而一副眼镜平均使用3年，即使往高了算，按平均600元的价格，个人年消费额也只有区区的200元。

究其原因，我想根源在于人们普遍不认为戴眼镜是美观的，也就失去了频繁更换的动力。**社会的主流审美观是经过长时间的发展和沉淀形成的，注定不会在短时间内发生突变，而只要“戴眼镜不美观”的念头仍然根深蒂固，任何模式上的创新都不会具备颠覆性的效果。**所以在我看来，年消费额过低实际上是眼镜行业最大的问题。

在这些前提条件下，眼镜行业也许并不是一个好的投资方向。在各路资本遭遇滑铁卢之后，眼镜的时尚属性最终将被证伪，人们会发现这个行业的发展只取决于视力受损的人口数量，市场的天花板被极大地降低。更何况作为替代品之一的近视手术日趋成熟，且另一替代品隐形眼镜明显是一个更好的选择。

4.隐形眼镜

根据第三方机构，2016年中国的隐形眼镜市场规模有望超过40亿元，市场被安视优（美国的强生）、视康（瑞士的诺华）、海昌（中国台湾的金可）和博士伦（加拿大的凡利亚）四大品牌瓜分，各占40%、25%、20%和10%的市场份额，行业集中度非常高。其中博士伦在2006年经历了护理液召回风波，导致业绩暴跌，无奈之下被华平投资集团收购，随后又转手给制药公司Valeant。另外提一点，国产龙头隐形牙套品牌“时代天使”也是华平中国投资的，这家私募机构似乎对各类“隐形”产品情有独钟。

在我看来，同时带有医疗功能和美容效果（放大、彩色）的隐形眼镜，即我们常说的美瞳，是更有前景的一个方向。隐形眼镜分为日抛、周抛（两周抛）、月抛、季抛、半年抛和年抛，可以说是已经对不同产品周期的需求实现了全面覆盖。其中，看似购买频率最高的日抛同时也是最贵的，以安视优的30片装日抛型美瞳为例，在京东上售价为188元，平均一副需要12.5元，让大多数消费者都感到难以承受，而实际的年消费额并不高。真正能提高年消费额的做法是通过推出不同设计的美瞳扩大SKU（库存量单位），如同服装一般向时尚靠拢，而按照这个路径，最终能大概率脱颖而出的公司是像ZARA这样的快时尚品牌，核心竞争力在于超强的供应链管理。

当前，纯功能性的隐形眼镜和美瞳都看不见有实力的国产品牌，且后者的市场更为混乱。即使隐形眼镜早在2014年就被列入第III类医疗器械，意味着必须持有《医疗机械经营许可证》才可进行销售，但售价低至10元的年抛型劣质美瞳依然在淘宝上随处可见。**这种鱼龙混杂的情况存在说明美瞳这个品类有很大的提升空间，虽然在二级市场暂时没有看见合适的投资对象（隐形眼镜占上市公司销售比例过小），但这个品类对创业者来说，或许是一个不错的潜在选择。**至于产品的变化趋势，如果我们参考目前比较火的韩国品牌NEO底下的小黑环等爆款，以及逐渐流行的无支撑胸罩

（Bralette）和运动胸罩，那么我相信舒适和自然将是美瞳未来的发展方向。

如果你有心往上游寻找可投资的股票，或许在生产设备和生产原料方面有意想不到的收获。

第45章
巧克力消费：好时，最好的时代

好时（the Hershey Company）是北美最大的巧克力生产商，造型独特的“好时之吻（KISSES）”系列是其成名作。

我以前并不太注重饮食健康，直到最近跟着教练做增肌，才开始研究饮食。但无论是在教练给的建议里，还是在自己找来的食谱上，都不见巧克力的踪影。

这还是增肌，更遑论减肥了。

那么问题就来了：在追求健康食品的大趋势下，卖巧克力的怎么混?

2015年，好时的销售额开始下降，这是2002年以来首次下降，而2016年上半年依然维持了这一趋势。于是我们就见到了下面这些典型反应。

扩张渠道。好时在2014年收购了上海金丝猴（SGM）80%的股份（后完成全面接盘）。

成本控制。好在可可的价格还没有突破天际。

更新产品。2016年年底上市了新品。

以我浸淫巧克力界多年的经验，还是认为在宣传上要向“手工制作”靠拢才有出路。

毕竟，**做投资，一定要有自己鲜明的风格。**

其实一家市值200亿美元、年销售额开始下滑、毛利率为46%，净利率只有好的时候才能有双位数、市盈率24倍的巧克力和糖果公司，对我来说实是兴趣寥寥。即便是面临着那些显而易见的问题，好时的股价依然是在历史高位附近（抛开亿滋收购引起的过山车），深感当前难以下手。

当然，好时并不是特例，许多消费品公司都在股市里共享这盛世繁华。

所以说，**这是最好的时代。**

但我相信，这个最好的时代在短期内将延续下去。

以上言论不构成任何投资建议。

第46章
《鞋狗》耐克：用54年熬一碗价值851亿美元的鸡汤

按照2016年11月9日的收盘价，耐克的市值达到了851亿美元，为无数投资人带来了巨额财富。然而耐克上市前的故事，以及其创始人菲尔·奈特（Phil Knight）却鲜为人知。

2007年，奈特与妻子佩妮在电影院外偶遇沃伦·巴菲特和比尔·盖茨，不明真相的围观群众窃窃私语："哇，是巴菲特和盖茨，另外一个人是谁？"

那时，奈特的身价已经达到100亿美元。

1."懦夫从不启程"

奈特从斯坦福大学的商学院取得硕士学位后，在军队服役一年，并于1962年回到俄勒冈州的家里，成为名副其实的家里蹲。回首人生，他发现两个残酷的事实：

（1）即便希望把长跑当作事业，但自己并没有天赋。

（2）从未和女生交往过。

所以无论是事业还是爱情，24岁的奈特脸上都印着一个大写的"LOSER"。所谓的商场失意就情场得意，不过是一个民间传说。

在斯坦福商学院，出于对长跑的热爱，菲尔写了一篇关于跑鞋的研究论文。他花了几周的时间把自己淹没在图书馆里研究跑鞋，出关后得出一个结论，正如日本的相机能在美国击败德国相机，日本的跑鞋也将有巨大的空间。

和一般人稍微不同的地方在于，奈特能将理论化为实践。他独自一人前往日本，成功说服著名的跑鞋公司鬼冢虎（Onitsuka Tiger）寄一些样品去美国。当鬼冢虎公司的接待人员询问他就职于何处时，他才窘迫地发现自己并没有一家公司，急智之下，他想到了自己在田径场上获得的那些蓝丝带，于是耐克的前身——“蓝带体育公司（Blue Ribbon Sports）”——诞生了。就这样，一个美国青年在大西洋的彼岸谈成了他的第一笔生意。而在那个年代，90%的美国人还没有坐过飞机。

离开日本后，菲尔并没有急于赶回美国，他需要去看看这个世界。因为在他心里，每个国家就是一条赛道，而在比赛开始前他总会先去踩点。

曼谷的玉佛寺、加尔各答的恒河、开罗的狮身人面像、伊斯坦布尔的托普卡帕宫、梵蒂冈的西斯廷教堂、佛罗伦萨的大卫雕像、巴黎的卢浮宫、慕尼黑的贝格勃劳凯勒酒馆（希特勒发动政变的地方）、维也纳的圣史蒂芬教堂、伦敦的白金汉宫，以及最重要的，雅典的胜利女神庙（Temple of Athena Nike）。

奈特毕业后就参军，退役后又马上回到家乡，可以说，他的社会经验无限接近于零。而在周游世界途中接触了形形色色的人之后，正如奈特母亲的评论，他变得“更世俗了”。而且这段旅程也塑造了奈特的思维模式，其中糅合了世界各地不同的文化思想。此时此刻的奈特，才真正做好投入比赛的准备。

1963年奈特生日那天，披头散发、满脸胡须的他回到俄勒冈州，精疲力尽进门倒头就睡。醒来后，他说的第一句话是：

“爸爸，我的鞋子到了吗？”

2.梦幻合伙人

直到那年年底，菲尔才收到当初谈成的12双样品鞋，他做的第一件事是送了两双给他以前的田径教练比尔·鲍尔曼（Bill Bowerman）。在大学里接受了整整4年的训练之后，奈特视鲍尔曼如第二位父亲，不喜欢失败的个性也传承于他。

鲍尔曼是美国最著名的田径教练之一，其执教生涯中共培养出31位奥运选手。1966年，鲍尔曼出版《慢跑》（Jogging）一书，向全国“传道”。当时，跑步锻炼被认为是一种装逼的行为，会遭到人们的嘲笑，但鲍尔曼的书成功激起了一阵民众运动的潮流。鲍尔曼认为，“不是只有奥运会运动员才称得上是运动员，而是每一个人都是运动员，只要你身体无碍，就可以运动。”

在收到鞋子后，鲍尔曼直接提出入伙的要求，他的加入对蓝带体育公司具有十分重要的意义。除了能提供部分的启动资金，鲍尔曼还是一个产品狂人。1968年，他设计的Cortez跑鞋上市，让公司的销售额猛增至84 000美元。而在两年前，这个数字还只是8000美元。1972年，鲍尔曼发明了“华夫鞋”的外底技术，能提供更强的抓地力，分散更多的冲击力，使跑步更为舒适。这项发明为耐克的后续成功提供了重要的技术支持。

资金、人脉、技术，这三点对一家创业公司来说是必不可少的元素。如果说奈特打造了蓝带体育公司的轮廓，那鲍尔曼显然是为其注

入了鲜活的血肉。更重要的是，鲍尔曼从未起过异心。在成立公司之时，他并没有以自己的资源为筹码要求更多的股权，而且凭借他的资源，完全可以在鬼冢虎鞋畅销的情况下，一脚踢开奈特，取而代之。但他什么都没有做，只要自己应得的，然后一心一意地开发产品。所以即使外界给予鲍尔曼“传奇合伙人”的称谓，我更喜欢称他为“梦幻合伙人”。

3.父兮生我，母兮鞠我

奈特的祖父是一个屠夫，所以他的父亲一直追求过一种体面的生活。当奈特拿着鬼冢虎的跑鞋，向他求借1000美元作为启动资金时，毫无意外地遭到了拒绝（尽管许久以后，奈特会在夜晚和父亲躺在各自的躺椅上，通过电话讨论公司的未来，享受那消失已久的父子情）。毕业于名校的儿子要去卖鞋，在奈特的父亲看来是一件不可理喻的事情，更重要的是，这件事不够“体面”。

奈特的母亲是百货公司的人体模特，虽然家境贫穷，但这位独立特行的女士总是愿意在生活中寻找平衡点，不让自己被生活所驾驭。当奈特遭到父亲拒绝时，她当场从钱包里拿出7美元，买了一双鬼冢虎鞋。在母亲无声的支持（与抗议）之下，奈特的父亲屈服了。

除此之外，还有一个小插曲体现了奈特父母截然不同的人生态度。在鬼冢虎卖得热火朝天之际，一位美国东部的摔跤教练写信宣称自己才是鬼冢虎在美国的独家经销商，让奈特停止一切侵权的行为。奈特希望再去日本和鬼冢虎公司见一面，一劳永逸地解决代理问题。这个时候，奈特的父母给出了两个截然不同的回应。

菲尔的父亲说：“你可能是应该去一趟。”

菲尔的母亲说：“没有什么可能，你必须去。”并亲自开车送他去机场。

这一趟日本之旅让奈特见到了鬼冢先生本人，正式拿下美国西部13个州的代理权，后面更是成为全美的独家代理商。原因很简单，奈特对运动鞋的热情与执着，让鬼冢先生“想起我年轻的时候”。

4.疯狂的业务员

杰夫·约翰逊（Jeff Johnson）是奈特在斯坦福跑步时认识的朋友，他和鲍尔曼一样，深深地迷上了鬼冢虎鞋，并正式加入蓝带体育公司，成为公司的第一位全职业务员。约翰逊特别喜欢写信，告诉奈特自己的每一个想法，而且间隔一次比一次短，信一封比一封长。到后来，奈特甚至开始怀疑他是否精神有问题，并拒绝回信，但约翰逊的信写得越发勤快。

比起奈特，约翰逊对鬼冢虎的热爱有过之而无不及。他家里的每一个角落都堆满了被拆解的跑鞋，剩余的空间则堆满了书（约翰逊是一名重度阅读者）。甚至在因为过度疲劳出了车祸之后，他仍坚持在病床上填写订单。

这样一位鞠躬尽瘁，死而后已的业务员，其业绩必然也是惊人的。尽管只有自己一人，约翰逊的客户却遍布37个州，并时刻与所有人保持联系，他为每一位客户都建立了数据档案。虽然一直在劝老板开零售门店，得到的却只是无尽的敷衍。终于在1966年，奈特承诺，只要约翰逊能在下半年之前卖出3250双鞋，就授权开建零售门店。之所以奈特做出这样的承诺，是因为他相信这是不可能完成的任务。

对赌的结果是，在那年7月份，公司的第一家零售门店在圣莫尼卡正式开业。

5.裸奔还是滚雪球

奈特的主要销售手段相当简单：开车去各种田径比赛，和那里的教练、运动员、观众聊天，向他们展示鬼冢虎的鞋子。由于性能优越、造型美观、性价比高，每到一处都能引起很大反响。他当初对日本跑鞋的判断是正确的。

不到6个月，第一次进货的300双鞋便一售而空。奈特希望再进900双，但需要3000美金。这一次，他的父亲没有再直接给钱，而是为他做担保，让他去银行借钱。从此，公司便开始了“借贷进货，销售，再扩大借贷金额进货”的永动机模式。现金余额经常为零，负债与净资产长期维持在90:10的水平。虽然公司在一路狂奔，但创始人并没有什么钱。即使在公司的销售额达到800万美元之时，奈特仍然会因为信用卡的不良记录而无法支付车费。

然而在20世纪70年代，美国的银行扩张是政府重点监管的方向，导致银行家们对授信额度的把控十分谨慎。看似在滚雪球实际在裸奔的蓝带体育公司，对加尼福尼亚银行来说并不是一个香饽饽，反而是一块烫手山芋。终于，在又一次尝试透支授信额度之后，银行家们撕下了自己的面具。加尼福尼亚银行宣布终止与耐克的合作，冻结了公司的资金，理由是奈特涉嫌欺诈，并通知了FBI（美国联邦调查局）。

一夜之间，耐克就从一颗明日之星走到了破产的边缘。公司的员工和供应商们发现自己的支票无法兑现，纷纷找上门来。一家高速增长的高负债公司失去流动性，无疑是毁灭性的打击。虽然只要再有几天时间，就能缓过一口气，但人们在恐慌情绪下，只想立刻拿到自己

的钱。无论是宏观的经济，还是微观的公司，流动性都是永恒的主题之一。

关键时刻，日商岩井将公司从死亡线拉了回来。日商岩井是日本的六大综合商社之一，一直与奈特保持着借贷关系。当时的负责人伊藤在得知情况之后，带领员工对蓝带体育公司的财务进行了详尽审计，最终决定全额支付蓝带体育公司的账单，并在原有的100万美元授信额度之外，再额外借出100万美元救火。

6.破而后立

1970年，奈特发现鬼冢虎在暗中寻找新的代理商。他邀请对方的负责人来美国，希望能让鬼冢虎回心转意，然而对方趁火打劫，开出了一个苛刻条件：收购蓝带体育公司51%的控股权。这逼迫奈特决定建立自己的品牌，而关于新名字，头脑风暴的结果是“猎鹰（Falcon）”和“六维（Dimension Six，这是奈特自己想的）”。

其实大家对这两个名字都不满意，但时间已经不允许他们再无休止地在名字上纠缠下去。直到最后一天，约翰逊提出了一个名字：NIKE。

双音节，含有重音，这都是一个好名称必备的属性。更重要的是，这个名字让奈特想起了曾经驻足数小时沉思的雅典娜胜利女神庙。

究竟是鬼冢虎造就了这帮人，还是这帮人造就了鬼冢虎在美国的成功？而答案就是，在1980年12月2日，奈特带着“NIKE”这个名字，敲响了纽交所上市的钟声。

7.如何熬一碗价值832亿美元的鸡汤

《鞋狗》（Shoe Dog）是奈特写的自传，我读了两遍，试图找出奈特身上的过人之处。但很可惜，在我眼中，奈特就是一个普通人，在某些方面甚至还不如一个普通人。

奈特不善言辞。在重要场合面对公众讲话会非常紧张，他缺乏如今大部分创业者最看重的“忽悠”能力。

奈特是个很脆弱的人。被第一次的恋爱对象甩了后，他丢下公司的业务，消沉长达数周之久。

奈特没有多大的远见。1964年的鬼冢虎鞋能在美国畅销，与当年在日本东京举行奥运会有很大的关系，那时，每个日本田径运动员穿的都是鬼冢虎。且直到1976年，他才产生了让跑鞋变成人们日常穿着这一想法，打开了市场的天花板。

奈特对跑鞋的热情和信仰甚至不如约翰逊。在创业的同时，他在普华会计师事务所和波特兰州立大学就职，直到31岁生日前才辞职，原因是担心创业失败会一无所有，要为自己留条后路。

奈特对员工并不大方。约翰逊曾经要求成为合伙人以及将工资从400美元提高到600美元。经过协商，最终的结果是将工资提高50美元。

甚至连公司名字都不是他取的。

但就是这样一个人，聚集了万能的合伙人鲍尔曼、拯救耐克于危机的日商岩井、把跑步当成宗教信仰的销售天才约翰逊、半身瘫痪却管理能力超人的伍德尔、为公司设计了出色的财务和外汇对冲系统的

财务精英海斯（曾是奈特在普华会计师事务所的上司）、为其做过辩护律师后加入的谈判高手斯特拉瑟……

于是困惑的我又回到书中去寻找奈特给出的人生建议，因为这通常浓缩了一个人智慧的精华。而奈特相信自己能给出的最好的建议就是："别管别人怎么说你的想法很疯狂……前进，不停就好。不要停下来，甚至在你达到目标前都不要想是不是要停下来，不要过多地关注'目标'到底在哪里。无论面临什么，都不要停下。"

Just do it.

面对如今口味刁钻的消费者，这碗鸡汤的卖相实在是寡了些。

唯一不同的一点，就是同一碗汤，他坚持熬了54年。

第47章
内衣消费之精简内衣鼻祖

印象中，内衣品牌的黏性并不是那么强。不过，随便问下周围的人，发现大家几乎都是常年穿一种牌子的内裤，大家对内裤品牌的忠诚度远远超出了我的想象。

从个人（男生）角度，如果一款内裤穿得舒服，谁愿意经常去网上或者内衣店逛看哪种内裤好呀。

我相信，对大多数男生来说，在买所有的衣物（包括鞋子）的时间中，买内裤的思考时间估计是最少的。

买一件东西，思考的时间短，恰恰说明品牌的黏性强。比如，如果你是土豪，请别人喝白酒，花在选择酒的品牌上的时间估计也是极短的，不是茅台就是五粮液。当然，品牌的黏性与品类本身也有关系。

白酒品牌的强黏性可能是来自根植于人内心的面子，而内衣品牌的强黏性可能是来自人内心的惰性。

有一款内衣品牌，男子内衣内裤的市场占有率常年稳居第一。如果你有心在亚马逊上搜“Underwear”这个关键词，你会发现前两个搜索结果都是“Hanes”的内裤。

“Hanes”在国内有另外一个名字，叫“恒适”，可能很多人并不知道。在天猫、京东和唯品会上都有“恒适”的专卖店。与维多利亚的秘密动辄几百块的内衣相比，从价格上我们也可以看出，“恒适”走的是平价路线。

虽然“Hanes”这个品牌在国内并不被熟知，但其至今已经有超过115年的历史。

Hanes品牌由Hanes兄弟俩创立于1901年，通过发明两片式男式内衣，人们从仅通过材质区分内外衣的时代一跃进入内衣精简舒适的新时代，Hanes从此改写了内衣的历史。

20世纪50年代，Hanes发明了无后接缝的女袜，全世界的女子趋之若鹜。

2003年，Hanes又一次用ComfortSoft（无感标签）在美国掀起了内衣风暴，Hanes的T恤衫上再也找不到涤纶的商标和水洗标签，所有标签信息都通过特殊工艺直接印在衣服的内领上。

现在，我们早已经习惯了T恤衫上这种无感标签，原来这个小小的改变是来自Hanes。

2004年，Hanes（恒适）首次进入中国市场，到现在已经是第13个年头了。即使过了13年，个人感觉恒适在中国并不普遍。即使在国人中家喻户晓的迈克尔·乔丹与成龙是其代言人，国人好像对这个品牌并不是那么热衷。

其中的缘由，我觉得知乎中的“Brandshow”给出的解释挺有趣，他认为这是一个深度的社会经济问题，涉及品牌忠诚及人们的消费理念。

> “Part I：没有固定认可的内衣品牌，在质量认可的情况下随意尝试，这与内衣市场品牌鱼龙混杂，质量参差不齐有相当大的关系。国内的内衣品牌口碑褒贬不一，国外的品牌价格很高，人们对于内衣的选择较为盲目。

“Part II：对内衣的选择通常以价格评估价值，这使得很多优秀的内衣品牌无法打开一部分对品牌有忠诚度的消费者的市场，以价格评估价值是可以的，但高档品牌的品牌附加值是大于其真实的使用价值的，所以人们往往还是盲目选择，这与人们不了解内衣，不了解内衣品牌有关。

“Part III：中国内衣有一种乱象，尽管人人都穿，但几乎很少有人有固定的品牌；人人都以舒适为理想，却很少有人关注内衣的制作工艺和技术内涵；人人都说要以质量、原材料、加工的监管为重，却很少有人关注价格以外的价值。”

我觉得他这段话说得挺有道理，但又不完全有道理。说有道理是因为国人过去确实对内衣的选择比较盲目；不完全有道理是这个现状逐渐在改变。

比如，现状是很多男生的内裤可能还是有固定品牌的，比如CK或者优衣库。

当然，过去很多做微商的也钻这个空子，不知道哪里找了个代工厂，然后就生产内衣内裤了。

生产的内衣内裤不但几百元一条，还宣传能防癌。男的穿了壮阳、防止前列腺，女的穿了能防止乳腺癌、增大罩杯。

更奇葩的是，这样的东西能在中国卖到几十亿元，不知道国人对内衣的认识匮乏到什么程度。

现在我总算知道为什么在中国一件卖20元的Hanes内裤不好卖了。

当然，在中国不好卖，也不妨碍人家一年57亿美金的销售额。不过，在美国市场，Hanes的市场也已经逐渐饱和了。2015年全年，在美

国市场，除了运动系列的衣服还有10%的增长，内衣内裤的收入已经在下滑了。

国际市场却有41%的增长，当然部分与收购的欧洲的Champion品牌有关。对了，差点忘了说了，之前NBA的Champion的队衣就是Hanes公司生产的。

看Hanes的股价，也挺有意思的。美国投资者还是比较关心美国国内市场的增长。因为它在国内市场增长乏力甚至业绩下滑，股价也就基本见顶下跌了，从2012年开始涨了7～8倍，也应该跌一跌了。

我们再看它的收入，挺有意思的。从2008年金融危机到2015年，营业收入其实并没有增长多少，2008年的营业收入是42亿美元，2015年的营业收入是57亿美元，营业收入7年才增长了35%，但是股价从12亿美元增长到115亿美元，即使排除2008年金融危机的影响，从2009年的23亿美元算起，到2015年的115亿美元，股价也涨了500%。

所以从中我们也发现，很多时候买到一只几倍股，并不一定要求公司的营业收入翻几番，这样的公司太少了。

更多的公司可能是因为经营遇到了一些困难，营业收入有点下滑，净利润大比例下滑。待公司业绩稳定，甚至重新恢复增长，盈利改善，公司股价会给你带来意想不到的惊喜，然后等PS到2～3倍了，也差不多该跑路了。

当然，赚钱了还是要重视自己的内裤，至少换几条好一点的穿得舒适的内裤。

第48章
莎普爱思：比茅台还暴利

最近眼睛干，去淘宝买眼药水。我发现了一件事。

排在品牌推荐第一名的是一个叫“莎普爱思”的品牌，排在我熟悉的珍视明前面，而且我从来没有听说过，这引起了我极大的好奇心。

我再输入“眼干”这个关键词，并且按销量来排名，发现卖得最好的居然就是这个莎普爱思的眼药水。细心的我发现了两个问题：

·莎普爱思的眼药水不但卖得最好，还是最贵的。

·我搜的是“眼干”，而莎普爱思的描述中竟然是“老年白内障”。

这么贵的产品并且这么赤裸裸买关键字的企业一定不走寻常路。再一查，这家企业还在A股上市了，我便看了下年报，结果发现了一个秘密。

莎普爱思的眼药水给公司贡献了6.6亿元收入，占总收入的71%，而这**小小的眼药水竟然有95%的毛利率**，真的是让我佩服，要知道，贵州茅台的毛利率也不过才94%（茅台2015年的收入是315亿元，营业成本是20.1亿元）。

这么高的毛利还能卖6个亿，莎普爱思的秘密是什么呢？我想你看看它的主打功效——“老年人白内障”，以及他合作的电视节目，你就能知道了。

其中就有养生堂，如果你不知道养生堂在老年人心目中的位置，我只能说你太不关心他们，该好好去反省。

莎普爱思就是通过与养生、健康类节目的合作以及大量广告投放，潜移默化地影响老年人或者有孝心的年轻人，将白内障预防治疗与莎普爱思联系起来，最后将此高毛利率的产品卖给大众。这样你就可以理解它为什么需要每年花2.4亿元来打广告了吧。

其实这样的营销手段，你可以从De Beers（戴比尔斯）卖钻石，或者史玉柱卖脑白金，或者汤成倍健卖保健品就知道了，这样的成功概率很大。

如果你理解了这样的营销手段，你就能理解为什么莎普爱思要去收购吉林强身药业了。

如果你问我，莎普爱思的股票能不能买，我想告诉你，你要换位思考。怎么换位呢？把你自己当成一位每天在家里收看养生堂的老年人，看到专家这么告诉你："80岁以上的老人，90%到100%的都有白内障。"你会怎么想？白内障可是要彻底失明的呀！

你是否会突然想起楼下小李和养生堂专家联袂推荐的一款名叫莎普爱思的眼药水呢，听说是可以预防和治疗白内障的？

你可能说我在嬉笑打闹，不认真。

数据显示，2008年到2014年，白内障药物市场规模增长了近5倍。目前25亿元的市场规模很大吗？我只知道中国目前60岁以上的老人有两亿多，如果按照专家的说法，这个市场会很大很大，因为大部分人会得白内障，并且，莎普爱思一支眼药水只够用半个月。

以上言论不构成任何投资建议。

第49章
泰森食品：垄断美国肉类市场

2016年11月17日，《华盛顿邮报》曝出，泰森食品涉嫌联合其他几家公司，操纵美国鸡肉价格。泰森食品被怀疑操控了Georgia Dock鸡肉指数，而这个指数一直被认为是美国鸡肉的标准，很多超市用此指数来与鸡肉公司签合约。

从数据上看，Georgia Dock指数（蓝色）自2015年后，就与其他鸡肉指数出现了明显的偏离。当其他指数都从2014年的高点（1.2美金/磅）跌到了目前约为0.7美金/磅，唯独只有Georgia Dock仍然在1.1美金/磅。

究其原因，Georgia Dock的价格是从几家鸡肉供应商提供的价格产生，而其他的指数考虑了消费者的终端价格。换句话说，Georgia Dock的价格明显高于其他价格指数是因为包括泰森食品在内的鸡肉供应商提供的价格要明显高于市场价格。

也许很多人都不知道泰森食品，其实泰森食品是全美国，乃至全世界最大的食品供应商，旗下有近30个子品牌，包含了鸡肉、牛肉、猪肉，以及各式各样的肉制品，如香肠、火腿等。

泰森食品成立于1931年，经过80多年的发展，泰森食品在2015年销售额超过了400亿美金。而这400亿美金的背后是泰森食品占据了美国肉食市场约20%的份额。

换句话说，在美国，无论你吃的是鸡肉、牛肉或者猪肉，每五磅肉里面就有一磅是来自泰森食品。

具体来看，美国家庭食用的鸡，约21%是由泰森食品养殖的。

美国家庭食用的牛肉约24%是来自泰森食品。

美国家庭食用的猪肉约17%是来自泰森食品。

为了满足美国家庭的需求，泰森食品一周需要生产3500万只鸡、12.8万头牛、40万头猪，折合成一年来计算则是，泰森食品一年需要生产18亿只鸡、660万头牛、2000万头猪，这个体量还是比我们的温氏稍微多一点。

面对操纵鸡肉价格的指控，泰森食品辩解道，Georgia Dock仅仅占其销售的4%甚至更少。

因为指控的不确定性，加上近期业绩不佳，泰森食品的股价从高点下跌了25%左右。

如果我们回看泰森食品自2008年低点至今的股价表现，泰森食品最高的时候增长了1600%，而标普仅仅为200%。

泰森食品的营收，从2007年到2015年增长了50%，而盈利增长却从2009年最差的2300万美金增长到13亿美金。这个盈利能力增长的背后是来自饲料的低廉以及禽类价格的高企。

其实，我认为，泰森食品和其他企业“操纵”美国鸡肉价格是一件很“正常”的事情，因为美国的食品行业已经形成寡头垄断，垄断的过程是提高效率，为其股东创造超额收益，而结果便是对终端价格有更强的话语权。

我想，除了去讨论泰森食品是否操纵美国鸡肉价格，更有意义的是思考泰森食品是怎么垄断美国20%的肉食产业的？目前，我们国内的养猪第一大户——温氏——仅仅占有不到3%的市场，那未来中国的

畜牧业是否也会沿着美国这样的路径去发展？如果是或者不是，对于我们又有什么机会呢？

我们对比中美养殖业的发展路程，有一些发现。

1.规模化的形成

如果我们回顾美国的肉鸡行业，我们可以看到：美国的肉鸡年出栏量由1954年的10.5亿羽提升到2012年的84.4亿羽，而其中规模在10万羽以上的大型养殖场出栏比重由1959年的28.5%提升到2012年的99.4%。

以上数据表明，美国肉鸡养殖业在过去50年中，进行了规模化发展，而现在基本完成了规模化。为什么会这样呢？

我想，这和养殖业这个产业本身的特性有关，因为养殖业是具有“规模效应”的产业。当养殖业进行规模化的时候，我们看到其单一生产成本是在逐渐降低的。

现在，美国养殖业规模化基本已经完成，而我们看到，中国正走在规模化的道路上。

中国500头以上的养猪场，从2006年的6万家增长到目前的26万家左右，而同时，50～500头的养猪场从2013年开始减少，虽然这一进程，中国比美国晚了几十年。

2.寡头的形成

美国现在既完成了规模化，也形成了寡头垄断。寡头垄断的背后其实是不断地并购。

2014年，泰森食品还以85亿美金的价格并购了Hillshire公司，一举奠定了其在美国鸡肉产业的龙头地位。

目前，以猪肉市场为例，美国的前四大猪肉商占据了美国70%的市场份额，而中国的前四大猪肉商才仅仅占有3%。

我想，未来中国的畜牧业也会出现这样的寡头局面。这一方面是因为这个符合牧业行业的发展特点，另一方面是因为很多公司已经具备了一定的规模效应，未来他们也会通过并购的模式来巩固自己的行业地位。

最后，我想说的一点是泰森食品的市值是170亿美金左右，而实际上，泰森食品已经控制了整个肉食的产业链。以肉鸡为例，从最开始的鸡苗到后期的成品食品，都已经被泰森食品统统收入囊中。

而这么一家垄断了美国肉制品的公司，其梦想也开始于一个简陋的小屋。

而泰森食品至今仍是家族企业，其家族也被《福布斯》评为全美前100的富有家族之一。

第50章
三钱消费投资框架

此篇分享的是我们分析消费品的框架，主要想谈谈逻辑层面的问题，并不涉及具体估值高低的判断。

我们认为投资消费品大的逻辑是“从上至下”，而这里的上是“品类”，下是“品牌”，其含义是在品类和品牌之中，我们更强调品类。这可以类比古语“男怕入错行”，意思是一个好的品类（行业）才能创造一个好的品牌（个人职业）。

那如何去判断一个品类是好还是坏呢？我们提出用“三性”去判断，即合理性、增长性以及垄断性。

当我们找到一个好的品类，再去判断一个品牌的时候，我们关注“三力”，即连接力、溢价力、传播力。

下面我们结合一些实际案例来阐述这些看似晦涩的框架。

1.品类

（1）合理性

一个品类的合理性指的是这个品类是否存在的合理，换句话说，我们想判断一个品类是过渡性的还是持续性的。

举例来讲，以前我们听歌用的MP3或者我们以前用来播放影片的DVD、VCD机，现在来看都属于过渡性的品类，而我们喝的酒（比如白酒）或者我们生活中吃的糖，这些都属于持续性的品类。

其实可以发现，由于不断的创新，越来越多的科技品类是偏向于过渡性的，反倒是传统的品类，由于创新十分缓慢，比如我们生活所必需的柴米油盐已经上千年不变，更偏向持续性。

从投资者角度，长期的超额回报往往来自持续性的品类，但不可否认的是，过渡性的品类在短期爆发的时候，也能给有远见的企业家带来超额回报，比如段永平就是抓住了学习机的浪潮，实现了第一桶金。

（2）增长性

一个品类的增长性是指其未来的增长空间有多大。这里，我们有三个维度去衡量增长性。

第一，是这个品类与经济增长的关系。中长期看，人类经济总是在增长的。所以，随着人类经济的增长，人们的生活质量也会越来越好，这个品类是否也能够不断增长，是否能符合“消费升级”，是一个重要的衡量指标。比如，我们看到戴森富有设计感的产品就是符合消费升级的，而如果不能与时俱进跟上消费者的需求，即使经济持续增长，品类也会进入衰退，如康师傅饮料等。

第二，是这个品类自身的渗透率情况。渗透率是市场学中的一个名词，有多种定义，主要意思是预期市场需求与潜在市场需求的比值，表示的是一种产品与服务在市场中的覆盖程度。

过去，渗透率与渠道通路具有很重要的关系。到了今天，几乎所有地区的渠道都被打通的情况下，基本上渗透率代表的就是一个品类

自身具有的市场空间。渗透率高，代表该品类的市场饱和度高；渗透率低，代表该品类的市场饱和度低。而对投资者来说，我们往往愿意投资目前渗透率比较低，但未来渗透率可以增加的品类。

第三，是这个品类替代其他品类的机会。比如凉茶，最开始的时候，凉茶整个市场加起来不到10个亿，并且销售地域主要在广东，但这个品类是中国特有的，并且包含健康元素，之后是有可能代替可乐、果汁，甚至矿泉水等饮料产品的，这么想来，其增长空间就很大。

（3）垄断性

一个品类的垄断性是指这个品类的特性会不会让这个品类最后被少数品牌垄断。比如化妆品，这个品类就不容易被垄断，这主要是因为东西方对美的认知不一样、人口年龄结构不一样，以及消费能力不一样（品类虽然不容易被垄断，即品牌多，但并不能说资本就不能垄断，欧莱雅便是这样的范本）。而像一些细分品类，比如功能性饮料，我们就看到红牛基本垄断了全世界的市场（当然，美国的Monster以及国内的乐虎都是其强劲的竞争对手）。

一个品类的垄断性往往和这个品类自身的特性息息相关，越容易标准化，越容易使消费者趋于一致的品类的垄断性越大。而当一个品类的垄断性越大，这个品类的胜出品牌就可以产生“暴利”，比如中国的贵州茅台垄断了中国高端酒市场，其毛利润率可以达到95%。

2.品牌

（1）连接力

一个品牌的连接力是指其与消费者建立连接的能力。一个越好的品牌，其连接力就越强，而连接力背后其实就是消费流量的通路。

这个连接力主要来自两方面，一方面是消费者对这个品牌的认知，另一方面来自消费者认知这个品牌后，能否将这个品牌与其想代表的品类连接起来。

这里的两个方面其实是涉及消费者购买产品时两个消费流量的通路，一个是消费者想先购买某品牌的一个东西，然后再思考品类，另一个是消费者想购买一个品类的东西，再去考虑哪一个品牌。

举例来说，全世界最有价值的品牌是苹果（品牌价值是1500亿美金），而苹果之所以品牌价值这么高，就是在连接力上做到了极致。一方面，很多消费者一来就会想到购买"苹果"品牌的产品，当想到"苹果"这个品牌之后，再去思考我是买手机还是电脑，或者是智能手表。这样的消费流量通路，其实是苹果能不断扩大品类的逻辑。另一方面，当消费者选择电子品类的时候，他们也通常会第一个想到苹果，并且苹果为了注重体验，给消费者提供了线下体验店，让他们去体验苹果的产品，进而刺激购买。这样，一个品类也成了苹果品牌的流量通路。

（2）溢价力

一个品牌的溢价力是指这个品牌的产品对消费者的溢价力。

溢价力一方面是由品牌在这个品类中的市场份额决定的，我们看到，往往一个品牌在一个品类的市场份额越大，它的溢价力就越高。一个品牌的市场份额可以是来自市场经济的结果，也可以是来自监管的结果。当我们分析一个消费品牌的时候，我们更应该去寻找市场经济产生的品牌，这是由于市场经济产生的品牌与消费者建立的连接更为牢固。

另一方面，一个品牌是否能与消费者建立“情感消费”，也是其溢价力的一个重要体现。当一个品牌建立的“情感消费”连接越强，其溢价力就越强。举例来说，中国茅台的溢价力就很强，因为消费者已经把茅台看作“国酒”，认为喝茅台就是有面子，所以无论茅台怎么涨价，消费者都会买单。

（3）传播力

一个品牌的传播力是指其品牌以及产品本身是否有传播力。这个传播力可以来自很多方面，比如品牌是否自身具备传播力，或者其产品有没有社交属性，或者消费者愿不愿意与其他人分享这个产品。

一个品牌越具有传播力，其影响力就会越大，品牌价值更大，便使得消费流量更大。

在品类与品牌发展十分成熟的当下，我们发现一个品牌的传播力往往是一个新品牌的破冰点。这里以消费品白酒品牌——江小白——为例，利用传播力来解释江小白为何能够在白酒这个本来十分固化的行业做出一个新锐品牌。

江小白推出“表达瓶”，表达了消费者在喝酒这个场景想表达的情感，这正好也满足了80后、90后的表现欲望，而让他们愿意分享到朋友圈，传播了品牌。

同时，江小白也推出了“拾人饮”，一款重达4斤，但只有25度的清淡型白酒，而这款产品的消费定位就是单位聚餐。凡是见过这个“拾人饮”的，都会被其硕大的样子吸引震撼，并且喝完后肯定是满满的满足感，在那样的情况下，谁又不会免费地帮“江小白”传播呢?

3.总结

一个伟大的消费品品牌一定是建立在一个好的品类之上。我们可以运用“三性”去判断、思考一个品类是否是一个好的品类，之后，在此基础上，再用“三力”去思考一个品牌的未来。

我们的这个框架可以用来判断一个消费品公司的质地或者说基本面，但判断一个消费品公司是否值得投资，除了基本面，还有价格是否合理与催化剂。

以上便是“三钱消费品投资框架”，十分希望大家也分享你的消费品投资逻辑与框架！